نموذج ترخيص

أنا الطالب : محمد سعود بشير الخزي أمنح الجامعة الأردنية و/ أو من تفوضه ترخيصاً غير حصري دون مقابل بنشر و / أو استعمال و / أو استغلال و / أو ترجمة و / أو تصوير و / أو إعادة إنتاج بأي طريقة كانت سواء ورقية و / أو إلكترونية أو غير ذلك رسالة الماجستير / الدكتوراه المقدمة من قبلي وعنوانها.

الجوانب القانونية للإفصاح والشفافية في تداول سوق الأوراق المالية وآثارها القانونية
دراسة مقارنة

وذلك لغايات البحث العلمي و / أو التبادل مع المؤسسات التعليمية والجامعات و / أو لأي غاية أخرى تراها الجامعة الأردنية مناسبة، وأمنح الجامعة الحق بالترخيص للغير بجميع أو بعض ما رخصته لها.

اسم الطالب: محمد سعود بشير الخزي

التوقيع:

التاريخ: ١٢/١١/٢٠١٢

الجوانب القانونية للإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية وآثارها القانونية

" دراسة مقارنة "

إعداد

محمد سعد رويشد الحربي

المشرف الدكتور / باســم ملحــم

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في القانون

كلية الدراسات العليا

الجامعة الأردنية

نوفمبر/2012

ب

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة بعنوان "الجوانب القانونية للإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية وآثارهما القانونية – دراسة مقارنة" وأجيزت بتاريخ ٨/١١/٢٠١٢.

الدكتور/ باسم محمد ملحم................................... مشرفاً.............................
أستاذ مشارك/ القانون التجاري

الدكتور/ عوض احمد الزعبي............................... عضواً.............................
أستاذ مشارك/قانون اصول المحاكمات المدنية

الدكتور قيس علي محافظة................................. عضواً.............................
أستاذ مشارك/ القانون التجاري

الدكتور قيس الشرايري.................................... عضو خارجي.......................
أستاذ مشارك/القانون التجاري

جامعة آل البيت

الإهـــــــــــــــــداء

إلى والدتي العزيزة

إلى زوجتي الغالية وأولادي الأعزاء

إلى صغيرتي الحبيبة نـــــــــوف

إلى تلك الأيادي الخفية زملائي الذين أعانوني على إتمام الرسالة

أهدي هذا العمل المتواضع

الباحث

شكر وتقدير

الحمد الله الذي علم الإنسان ما لم يعلم ......

أشكر الله تعالى العلي القدير وأتوجه إليه بعظيم الحمد على نعمائه ، علمني ما لم أكن أعلم فله الحمد وله الشكر واعترافاً بالفضل لأهله أجد لزاماً علي بعد الانتهاء من كتابة هذه الرسالة أن أقدم الشكر والعرفان لكل من مد لي يد المساعدة .

وأجد من الأمانة أن أخص بالشكر والتقدير لمشرفي الفاضل الدكتور باسم ملحم ، الذي تجشم عناء الإشراف على هذه الرسالة ، فحظيت بتوجيهاته وإرشاداته وأفادني بنصائحه وتجاربه ، أسأل الله تعالى أن يسدد خطاه ، ويبارك له وقته وجهده .

كما أتوجه بالشكر لكل الأعضاء المشاركين في لجنة المناقشة والحكم على هذه الرسالة على تفضلهم بالاشتراك في هذه اللجنة وبذلهم الكثير من الجهد والعناء وأؤكد لهم من الآن أنني سألتزم بكل ما سيطرح من ملاحظات قيمة فلهم مني جزيل الشكر وعظيم الامتنان .

كذلك أتقدم بالشكر لجميع القائمين على إدارة الجامعة الأردنية التي أتاحت لي فرصة الالتحاق بمرحلة الماجستير في كلية الحقوق .

والشكر الموصول لجميع القائمين على إدارة الجامعة الأردنية وعلى رأسهم رئيس الجامعة على تشجيعهم طلابهم في مواصلة البحث العلمي ، ولا أنسى جميع أساتذتي في كلية الحقوق – الجامعة الأردنية – الذين بذلوا معي الكثير من الجهد ، فلهم كل احترام وتقدير .

وأخيراً لا يفوتني أن أبدي خالص التقدير والاحترام والامتنان والعرفان لكل من أسدى لي مشورة أو قدم لي مرجعاً أو أرشدني إليه ، ممن ذكرت أو لم أذكر ، فإن عجزت عن شكرهم فلن أعجز بعون الله عن الدعاء لهم ، جزاهم الله عني خير الجزاء ، وأمد الله في أعمارهم ومتعهم بالصحة والعافية وحقق لهم كل السعادة.

فهرس المحتويات

الجوانب القانونية للإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية وآثارهما القانونية

" دراسة مقارنة "

إعداد

محمد سعد رويشد الحربي

المشرف

الدكتور باســم ملحــم

الملخص

تناولت الدراسة موضوع الجوانب القانونية للإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية وآثارها القانونية باعتباره موضوعاً هاماً يهم السلطات الحكومية باعتبارها المسئولة عن إدارة الأسواق بما يحقق الاستقرار الاقتصادي ويهم الأفراد المتعاملين في سوق الأوراق المالية بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ ولكن مع الخسائر التي أصابت أسواق المال من حين لآخر بسبب عدم الدراية بأمور السوق, تنبهت الحكومات إلى ضرورة سن القوانين والضوابط التي تضمن استقرار الأسواق من خلال ضمان الافصاح والشفافية من المعنيين بالأسواق المالية, وتنبه المتعاملون إلى أهمية الإلمام بالمعلومات الكافية لاتخاذ قرار الاستثمار ووسَّعوا أفقهم الاستثماري بينما في السابق كانوا يتعاملون بشكل عشوائي ومن ثم تأتي أهمية الإفصاح والشفافية للشركات في أخبارها عن البيانات الجوهرية للمستثمرين, والتقارير المالية لكي يكون المستثمر على دراية كافية بالشركات المدرجة في أسواق المال, وليعرف عوائد ونشاط هذه الشركات وليستطيع اتخاذ قراره الاستثماري. ومبدأ الإفصاح أصبح التزام قانوني يضمن إيصال المعلومات والبيانات المالية إلى جميع المتداولين او المستثمرين في نفس الوقت، وألا يقتصر وصولها والاستفادة منها على مجموعة مختارة من الناس خلال فترة مسبقة والإفصاح لا يكون بتسريب المعلومات إلى فئات معينة من المستثمرين قبل وصول المعلومات إلى عامة المستثمرين وإنما للكافة وبالوسائل الكفيلة بوصول المعلومات كاملة وبطريقة محددة. والشفافية تقتضي وصول المعلومة كاملة لجميع المتداولين في نفس الوقت عبر القنوات الرسمية دون تشويهها بتجزئتها أوإظهارها غامضة.

المقدمة:

"تلعب المعلومات دورا حاسما في التأثير على قرارات المتعاملين في السوق بالبيع أو الشراء أو الاحتفاظ, وتفترض نظريات كفاءة سوق الأوراق المالية أن جميع المعلومات عن السوق والشركات المسجلة فيها متاحة بشكل عام، وأن المتعاملين في السوق لديهم حرية وصول إلى هذه المعلومات دون تكلفة، أو بتكلفة زهيدة، غير أنه من الناحية العملية يعد حصول جميع المستثمرين على المعلومات اللازمة لتقييم القرار الاستثماري أحد التحديات التي يمكن أن تواجه المستثمرين في أي سوق للأوراق المالية، على الرغم من الأهمية الكبيرة التي تمثلها المعلومات بالنسبة إلى استقرار السوق ونمو المعاملات فيها وتدعيم ثقة المتعاملين فيها. من ناحية أخرى فإن غياب قوانين الإفصاح والشفافية تشيع حالة من عدم العدالة في المعاملات التي تتم في سوق الأوراق المالية، حيث يؤدي غياب مثل هذه القوانين إلى توفير كل الدوافع اللازمة للعب بمقدرات السوق، ومن ثم استئثار فئات محددة من المتعاملين، خصوصا الذين لديهم حرية الوصول إلى المعلومات الداخلية غير المتاحة للعامة بالجانب الأكبر من الأرباح التي يمكن أن تتحقق من المعاملات في السوق، وذلك على حساب باقي المتعاملين الذين ليس لديهم حرية الوصول إلى مثل هذه المعلومات".[1]

مشكلة الدراسة:

تكمن مشكلة الدراسة في أن الإفصاح والشفافية أصبحا متلازمان ضروريان للأسواق المالية في عالم اليوم فكان لابد من تحديد مدلولهما ونطاقهما والمعني بهما وسبل مخالفتهما وطرق التصدي لها لأسباب كثيرة سنحاول اختصارها في هذا الأتي :

"السبب الأول هو اختلاف استراتيجيات المتعاملين في السوق بشكل واضح، حيث أصبح المتعاملون في البورصات يعملون وفق صيغ جامدة لتوقيتات البيع والشراء، وشاع بينهم مصطلحات الهندسة المالية، فكثير من النماذج الرياضية المصممة لقياس درجة الخطر انتهت إلى نتيجة أن كثيرا من الأوراق المالية آمنة، بينما هي في واقع الأمر في منتهى الخطورة، باختصار لقد فشلت الصيغ الرياضية في أن تقدم تقييما مناسبا للمخاطرة للمتعاملين في الأسواق، عندما أصبح من السهل تسميم نتائج هذه الصيغ إذا لم تكن المعلومات المتاحة صحيحة أو لا تتسم بالشفافية والصدق. إن النماذج الرياضية المستخدمة حاليا من قبل المتعاملين في السوق أو الرسوم البيانية القائمة عليها ستقدم نتائج محددة حول مدى مناسبة توقيت الشراء أو البيع، ونقاط الدعم ...

(1) راجع د. السقا ، محمد ابراهيم، مقال منشور في الموقع الالكتروني www.alphabeta.argam.com تاريخ 2010/1/18.

إلخ، وإذا لم تكن تلك النماذج قائمة على معلومات صحيحة فإنها ستؤدي إلى اســتنتاجات خاطئــة، وهو ما يؤدي إلى اضطراب السوق".([1])

"السبب الثاني هو أن الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق الأوراق الماليــة هــم مــن صــغار المستثمرين، وهؤلاء هم أقل المتعاملين استعدادا لتحمل ما يترتب على تغيرات أســعار الأوراق الماليــة من خسائر، كما أن آثار تقلب أسعار الأسهم على صغار المستثمرين تكون مدمرة نظرا لأنهم غالبا مــا يضاربون بكل ثرواتهم أو بثروات الغير, ونظرا لضعف القــدرات الفنيــة لهــؤلاء نتيجــة خلفيــتهم المتواضعة في مجال التحليل المالي، فإنهم لا يهتمون بالعوامل الأساسية في التحليــل والتقيــيم وقيــاس التدفقات النقدية المستقبلية وغيرها من مبادئ التمويل التي يجب أن يتم استخدامها في تحليــل الأســهم، فضلا عن عدم قدرتهم على الوصول إلى مصادر المعلومات الداخلية، ومن ثم فإنهم لا يــدركون حجــم المخاطر التي يمكن أن تحيط بهم في ظل سوق مال تغيب فيها الشفافية والإفــصاح, ولــذلك نجــد أن أغلبية هؤلاء يميلون إلى اتباع استراتيجية سلوك القطيع ، ويتم ذلك في سوق الأوراق المالية من خــلال تكثيف عمليات البيع عندما تميل الأسعار نحو التراجع، أو الشراء عندما تميل الأسعار نحــو الارتفــاع، أو من خلال تقليد بعض الشخصيات أو المتعاملين في البورصة الذين يمثلون المستثمرين الرئيسين فــي البورصة، أو المؤسسات المالية الرئيسة، الأمر الذي يزيد حدة التقلبات التي تتعرض لها ســوق الأوراق المالية. إذا كان المتعاملون في السوق يتبعون استراتيجية سلوك القطيع، فمن الممكن تضليل المتعــاملين في السوق بسهولة، وذلك عندما ينحرف المتعاملون الرئيسون في السوق أو الذين ينظر إليهم على أنهــم مفتاح البورصة. المشكلة الأساسية هي أنه في حال تعرض صغار المستثمرين لخــسائر حــادة نتيجــة ممارسات غير قانونية فإنها ستؤدي إلى عزوف هؤلاء المستثمرين عن الــدخول مــرة أخــرى إلــى البورصة نظرا لحالة انعدام الثقة التي ستتكون لدى هؤلاء حول السوق بشكل عام. وبمعنى آخــر فــإن توفير الشفافية وضمان الإفصاح يؤديان إلى تعزيز ثقة المتعاملين بالسوق، ويرفع من مــستوى كفــاءة السوق بمعناها الفني".([2])

"السبب الثالث هو أن هناك تغيرا هيكليا في طبيعة المتعــاملين فــي ســوق الأوراق الماليــة واستراتيجياتهم في عالم اليوم بالشكل الذي يجعل بورصات الأوراق المالية أقــرب إلــى صــالات للمضاربة أو القمار منها إلى كونها ساحات للاستثمار فالمضاربة اذا كانت هي السائدة في الــسوق فإنها تؤدي الى ارتفاع معدل دوران الأسهم الذي يؤدي في النهاية إلى انهيار الــسوق، حيــث إن قصر متوسط فترة الاحتفاظ بالسهم تعد من مسببات طفرة التداول، والأسواق المالية أصــبحت الآن

([1]) المرجع السابق
([2]) المرجع السابق

أكثر تقلبا، ومن ثم فإنها في حاجة الآن أكثر من أي وقت مضى إلى تـوافر المعلومـات بـشفافية تضمن رفع درجة استقرار السوق".([1])

"السبب الرابع هو أن التلاعب بأسعار الأوراق المالية، أو المضاربة غير المشروعة، أو إشاعة الأخبار الكاذبة والعمل على نشرها لتوجيه السوق نحو اتجاه محدد، إلى غير ذلك من الممارسـات غير القانونية يمثل جريمة لا بد من أن يعاقب عليها القانون بصرامة كي يمنع من تسول له نفـسه من القيام بذلك، وكي يحمي السوق من الممارسات غير القانونية مثل تسريب الأسرار أو اسـتخدام معلومات داخلية غير متاحة لجمهور المستثمرين لتحقيق أرباح غيـر طبيعيـة، أو غيرهـا مـن الممارسات التي ترفع درجة عدم استقرار السوق وتحول دون أدائه وظيفته الأساسية كساحة لتعبئة مدخرات الجمهور وتوجيهها نحو الاستخدامات الاستثمارية الصحيحة، وليس نحو المضاربة. ومن ثم فإن قوانين الإفصاح في البورصة ينبغي أن تكون شاملة وتسد كل الثغرات التي يمكن أن تسمح باختراق البورصة على نحو يضر باستقرارها".([2])

"السبب الخامس هو أن قوانين الإفصاح التي تضمن استقرار السوق، ستعمل على تقليل الحاجة إلى تدخل الدولة من وقت إلى آخر لضمان استقراره. إذ غالبا ما تُدعى الدولة إلى التدخل في حـال حدوث انهيار في سوق الأوراق المالية وتراجع مستويات الثقة بها، وذلك حفاظـا علـى مـصالح المتعاملين فيها، بصفة خاصة صغار المستثمرين وذلك من خـلال إنـشاء المحـافظ الاسـتثمارية المناسبة لإنقاذ السوق من التردي. وعندما تتوافر الموارد المالية للدولة يسهل تكـوين مثـل هـذه المحافظ، أما عندما تشح تلك الموارد تعجز الدولة عن التدخل على النحو المناسب ما يزيد من عدم استقرار السوق، أما عندما تكون السوق مقننة بحزمة متكاملة مـن قـوانين الإفـصاح والـشفافية المدعمة بالعقوبات الصارمة في حالة المخالفة، فان احتمالات تعرض السوق للتقلب تقل, من ثم تقل تكلفة تدخل الدولة في السوق من الناحية المالية".([3])

"السبب السادس هو أن قوانين الإفصاح والشفافية ستسهل التعرف على اتجاهات أداء البورصة بشكل أدق، ومن ثم يسهل تحليل مسببات ما يدور في البورصة، ويسهل بالتالي تحديد استراتيجيات التعامل مع تداعيات عدم استقرارها، أما عندما تتغير الأسعار لأسـباب غيـر مفهومـة وتجـرى تعاملات لا ندري من أين مولت أو إلى أين ستذهب، فإن أبواب التلاعـب بالـسوق تنفـتح علـى مصراعيها وتكون النتيجة ضياع ثروات الناس لمصلحة المتلاعبين بالبورصة. إن أفـضل وسـيلة لمنع تسرب المعلومات الداخلية هو فرض ضرورة إتاحتها على نحو متساو لجموع المتعاملين فـي

([1]) المرجع السابق
([2]) المرجع السابق
([3]) المرجع السابق

البورصة، بحيث تكون هذه المعلومات متوازنة ومحايدة وخالية من أي تحيز، وبحيث يؤدي استخدامها إلى تحقيق أرباح عادلة للجميع".([1])

"السبب السابع هو ضخامة الآثار المالية التي تترتب على أي تغير ولو بسيط في مؤشر البورصة، وعظم الآثار التي يمكن أن تنعكس من البورصة (أي من القطاع المالي) على القطاع الحقيقي في الاقتصاد، فأي أزمة مالية غالبا ما تتحول إلى أزمة اقتصادية وذلك من خلال انتقال آثار الأزمة من البورصة إلى الجهاز الإنتاجي في الاقتصاد نظرا لانتشار التوقعات التشاؤمية وتشابك الملكيات بين الشركات في الدولة ، الأمر الذي يرفع من معدلات البطالة وازدياد حالات البؤس الاقتصادي".[2]

"باختصار فإن أسواق الأوراق المالية في أمسّ الحاجة الآن أكثر من أي وقت مضى إلى قانون محكم للإفصاح والشفافية يعالج أوجه قصور النظم الحالية للبورصات، وبصفة خاصة تلك المرتبطة بحرية التدفق المستمر والآني للمعلومات عن المعاملات التي تتم في البورصة وإمكانية تتبع مصادر التمويل للصفقات المختلفة، بحيث يسهل الكشف عن العمليات المشبوهة التي تهدف إلى الضغط على أسهم معينة ودفعها نحو الارتفاع أو دفعها نحو الانخفاض، ويسهل بالتالي كشف حقيقة ما يتم من تعاملات داخل السوق، للتأكد من أن المعاملات لا تتم لمصلحة أطراف محددة، وأن هذه التعاملات تؤول في النهاية إلى أيدي من نص العقد عليهم، وبحيث يمكن التفرقة بين الصفقات التي تتم بدوافع استثمارية بحتة هدفها الأساسي تعظيم الربح وتدنية المخاطرة والمرتكزة إلى التحليل الفني الصحيح، والصفقات التي تتم بدوافع انتهازية تهدف إلى التلاعب بالسوق وخلق حالة من عدم الاستقرار فيها حتى تسنح الفرصة لتحقيق أرباح غير عادية تضر بالسوق وباستقرارها وبمصلحة المتعاملين فيها، ويدفع ثمنها صغار المتعاملين في السوق، وبحيث تتمكن إدارة البورصات من التدخل المباشر والحاسم لمنع تطور الأحداث داخل البورصات نحو التدهور الذي يضر بمصالح المتعاملين".([3])

أهمية الدراسة:

يستمد موضوع هذا البحث أهميته من جهة تعلقه ببورصة الأوراق المالية التي أولاها المشرعون في الدول المختلفة عناية وأهمية خاصة بالمقارنة مع غيرها من الكيانات المالية، وذلك رغبة منه في إضفاء الحماية عليها من إساءة البعض.

([1]) المرجع السابق
([2]) المرجع السابق
([3]) المرجع السابق

ومن ثم تأتي أهمية الإفصاح والشفافية للشركات في أخبارها والتقارير المالية لكي يكون المستثمر على دراية كافية بالشركات المدرجة في اسواق المال وليعرف عوائد ونشاط هذه الشركات ليستطيع اتخاذ قراره الاستثماري. ومفهوم مبدأ الافصاح هنا ان يتم ايصال المعلومات والبيانات المالية الى جميع المتداولين او المستثمرين في نفس الوقت، وألا يكون الحصول عليها من قبل مجموعة من المستثمرين دون غيرهم، والشفافية تقتضي وصول المعلومة كاملة لجميع المتداولين في نفس الوقت عبر القنوات الرسمية دون تشويهها بتجزئتها أو إظهارها غامضة.

تلك المشكلات التي سنحاول من خلال هذا البحث ايجاد حلول تشريعية تتصدى لجميع صور الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية، وأي ممارسات تؤثر سلباً في تطبيق هذا المبدأ.

أهداف الدراسة:

نحاول من خلال هذا البحث بيان الأهمية التي يمثلها تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في بورصة الأوراق المالية ويتبع هذا بحث تساؤل هام :هل جاءت التشريعات المنظمة لبورصة الأوراق المالية، لتؤكد أهمية تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية؟ وهل هي كافية وملائمة لتطبيق هذا المبدأ ولحماية البورصة والمتعاملين من الممارسات غير المشروعة؟ وما هو الدور الذي تؤديه الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصة والجهات الرقابية الأخرى في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية؟ ودورها في كشف حالات الإخلال بهذا المبدأ وفرض الجزاءات على مرتكبيها؟

الدراسات السابقة:

إن كل بحث أو دراسة يعتبر حلقة في سلسلة متتابعة يأخذ مما سبقه ويعتمد على ما طرح سلفا ليزيد على الموضوع أكبر قدر ممكن من التوضيح ويحاول إنارته وتسليط الضوء عليه أكثر، وبالتالي يكون الباحث قد ساهم وقام بدوره في هذا البناء الفكري.

قبل التطرق إلى الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الشفافية والإفصاح فو معاملات البورصة، تجدر الإشارة إلى أن اغلب الدراسات التي اطلع عليها الباحث تنصب معظمها في موضوع واحد وهو آليات الإفصاح وطرقها وجهات الإفصاح والحماية الجزائية لشفافية التداول في البورصة دون التطرق لتنظيم الموضوع كاملا فلم تتناول الموضوع من جميع نواحيه.

ومن أهم الدراسات التي اطلعت عليها ذات الصلة بالموضوع:

1. أ/ **جمال عبد العزيز العثمان, الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بـــالأوراق الماليـــة المتداولة بالبورصة, دراسة قانونية مقارنة, دار النهضة العربية, طبعة** 2010 :

وقد تناول هذا الكتاب موضوعات عدة منها ماهية مبدأ الإفــصاح والــشفافية, والنطـــاق الموضوعي للإفصاح والشفافية, والنطاق الشخصي للإفصاح والــشفافية, والإخـــلال بالإفــصاح والشفافية والوسائل الكفيلة بمواجهته, ومظاهر الإخلال بالإفــصاح والــشفافية والوســـائل الكفيلـــة بمواجهتها, والممارسات غير المشروعة الناتجة عن الإخلال بالإفصاح والشفافية والوسائل الكفيلـــة بمواجهتها, وعرض لأهم النتائج والتوصيات.

2. **د. سيف إبراهيم المصاروة , تداول الأوراق المالية الحماية الجزائية دراسة مقارنـــة , دار الثقافة للنشر والتوزيع , طبعة** 2012.

تناول هذا الكتاب دراسة مقارنة في القانون الأردني والمصري والفرنسي ببيان القواعد العامة للحماية الجزائية لداول الأوراق المالية ببيان أركان جريمة تداول الأوراق المالية, وصور التجـــريم في مجال تداول الأوراق المالية, والجزاءات المقررة لتلك الجرائم.

3. **د. أحمد علي خضر,الإفصاح والشفافية كأحد مبادئ الحوكمة في قانون الشركات, دار الفكر الجامعي, الطبعة الأولى,** 2012.

تناول الكتاب المقصود بحوكمة الشركات ومدلول مبدأ الإفــصاح والــشفافية وأنـــواع الإفصاح , والأسرار الصناعية والتجارية وحدود الإفصاح ومراحله خلال مراحل الــشركة مـــن التأسيس ومرحلة حياة الشركة ومرحلة انتهاء الشركة.

4. **د. محمد إبراهيم موسى, حوكمة الشركات المقيـــدة بـــسوق الأوراق الماليـــة, مجلـــة مـــصر المعاصرة, الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع العدد** 493**, إبريل** 2009.

تناول هذا البحث حوكمة الشركات ومظاهر هذه الحوكمة والجهات المـــسئولة عـــن تنفيـــذها والمخاطبين بها وسبل حوكمة الشركات في جميع مراحل الشركة بدأً من التأسيس ومرحلـــة حيـــاة الشركة ومرحلة انتهاء الشركة.

5. د. بلال عبد المطلب بدوي, الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في ســوق الأوراق الماليــة – دراسة مقارنة في القانونين المصري والإماراتي, دار النهضة العربية, طبعة 2006.

وقد تناول هذا الكتاب موضوعات عدة منها ماهية الالتزام بالإفــصاح ونطاقــه الموضــوعي والشخصي, وصور الإفصاح وجهاته, والإخلال بالإفصاح والوسائل الكفيلة بمواجهتــه, ومظــاهر الإخلال به والوسائل الكفيلة بمواجهته, والممارسات غير المشروعة الناتجة عن الإخلال بالإفصاح والوسائل الكفيلة بمواجهته.

منهج البحث:

يقوم البحث على المناهج التالية:

1) المنهج التحليلي : بتناول النصوص القانونية الآراء الفقهيــة ذات العلاقــة بموضــوع الدراسة، والسعي إلى تحليلها وإظهار الإشكاليات التي تثيرها.

2) المنهج المقارن: حيث أن طبيعة الدراسة تفرض أن تتم في صورة مقارنة بين القــانون الأردني والقانون الكويتي وبين جانب من التشريعات التي تناولت الموضوع في مختلف محطاته وبالأخص القوانين العربية خصوصا التعديلات الأخيرة التي أدخلتها التشريعات العربية في هذا المجال. فضلا عن المقارنة بين الآراء الفقهية فيما يخــص موضــوع الدراسة.

لذلك على ضوء ما تقدم قسمت الدراسة إلى فصل تمهيدي وفصلين وخــصص الفــصل التمهيدي لبيان ماهية سوق المال والأوراق المالية وذلك بالتعريف بــسوق الأوراق الماليــة (البورصة) وتمييزها عن غيرها من الأسواق وبيان أنواع البورصات بشكل عام, وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص وبأن هناك سوق أولية (سوق الإصدار) وسوق ثانوية (ســوق التداول) وسوق منظمة وأخرى غير المنظمة (السوق الموازية) وعرضنا كذلك في الفــصل التمهيدي للتعريف بالأوراق ا لمالية وأنواعهــا كالأســهم والــسندات وحــصص التأســيس والأوراق المالية التي تصدرها صناديق الاستثمار وعرضنا للتعريــف بمعــاملات الأوراق المالية في البورصة وهي إيداع الأوراق المالية لدي مركز الإيداع وعمليات تداول الأوراق المالية المدرجة في البورصة.

ثم انتقلنا إلى الفصل الأول والذي يعرض لماهية مبدأ الإفصاح والشفافية وأهميته ونطاق تطبيقه فتناولنا فيه في مبحث أول ماهية الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية ببيان المقصود منهما وأهميته وفي المبحث الثاني نطاق تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية من خلال بيان المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها قبل إدراج الأوراق المالية في السوق وموقف المشرع الأردني الكويتي من تحديد ذلك الالتزام وبيان المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها بعد إدراج الأوراق المالية في السوق بوجوب الإفصاح الدوري عن المعلومات والبيانات المالية والإفصاح الفوري عن المعلومات الجوهرية المؤثرة على سعر الورقة المالية, والتزام مجلس الإدارة بالإفصاح عن اجتماعات وقرارات الجمعية العمومية العادية وغير العادية للجهة المصدرة, والتزام الجهات المصدرة بالإفصاح عن العمليات المشبوهة بغسل الأموال أو تمويل الإرهاب لإدارة البورصة وهيئة سوق المال. وحددنا الأطراف المعنية بالإفصاح والشفافية عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية وأوضحنا المعلومات الخارجة عن نطاق الالتزام بالإفصاح والشفافية في مبحث ثالث مستقل.

ثم عرضت الدراسة في فصل ثان الإخلال بالإفصاح في بورصة الأوراق المالية وأثره ببيان الرقابة الداخلية للشركات والخارجية للجهات الرقابية الحكومية وغيرها المعنية بضبط سوق الأوراق المالية في مبحث أول فأوضحنا في مجال الرقابة الداخلية في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية للرقابة المباشرة لجمعية المساهمين ومن خلال لجان التدقيق ومراقب الحسابات أما الرقابة الخارجية في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية فتتم من خلال رقابة الوزارة المختصة ورقابة الهيئات العامة للأوراق المالية والبورصة وفي المبحث الثاني عرضنا للممارسات السلبية المخلة بالإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية مثل كتمان كل أو بعض المعلومات الواجب الإفصاح عنها او التأخير في الإفصاح عنها, أو عدم الإفصاح عن جرائم غسل الأموال وتمويل الإرهاب, أو عدم تمكين الغير من الاطلاع وعدم الإدراج المتعمد في البورصة وفي المبحث الثالث للممارسات الإيجابية المخلة بالإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية مثل الإفصاح الكاذب أو المضلل, ونشر وترويج الشائعات, واستغلال المعلومات الداخلية قبل إعلانها, والمضاربات غير المشروعة أو التلاعب بأسعار الأسهم وعرضنا في المبحث الرابع للمسئولية المترتبة على مخالفة الالتزام بالإفصاح والشفافية, ببيان المسئولية الجزائية على مخالفة الالتزام بالإفصاح والشفافية والتي تمثلت في عقوبة الحبس في بعض الحالات وعقوبة الغرامة في حالات أخرى عند الإخلال بالإفصاح والشفافية سواء في التشريع الأردني أو الكويتي وبيان المسئولية المدنية والإدارية عن الإخلال بالإفصاح والشفافية ثم عرضنا للخصوصية الإجرائية في الاختصاص والإعلان في المحاكمة عن الإخلال بالإفصاح في التشريع الأردني والكويتي وما تميز به كل منهما عن الآخر.

الفصل التمهيدي

ماهية سوق المال والأوراق المالية

سنعرض في هذا الفصل التعريف ببورصة الأوراق المالية ووظائفها والتعريــف بــالأوراق المالية وأنواعها والتعريف بمعاملات بورصة الأوراق المالية كل في مبحث مستقل.

المبحث الأول

التعريف بسوق الأوراق المالية

تنقسم السوق – في أي اقتصاد – إلى نوعين من الأسواق، أحدهما يدعى سوق المنتجات أو سوق السلع الصناعية والخدمات، والآخر سوق عوامل الإنتاج أو سوق العمل ورأس المال, ومن ضمن أحد أنواع سوق المنتجات ما يعرف بسوق المال أو ما يتعارف على تسميته ببورصة الأوراق المالية [(1)].

وسنتناول في هذا المبحث بيان ماهية سوق الأوراق المالية، ثم التمييز بينها و بين غيرها من الأسواق الأخرى, وأخيرا بيان أنواع البورصات بشكل عام, وبورصات الأوراق المالية بشكل خاص، وذلك من خلال الفقرات التالية:-

المطلب الأول:- تعريف سوق أو بورصة الأوراق المالية:

بالبحث عن الأصل اللغوي لكلمة " بورصة " يظهر أنها ليست عربية الأصل بينما يرجع استخدامها إلى عام 1645 في الأمر الملكي الصادر عن الملك هنري الثامن والذي بموجبه تم إنشاء بورصة تولوز [(2)].

ويتكون مصطلح (بورصة الأوراق المالية من شقين اثنين, الشق الأول (بورصة) أو (سوق), ويعنى الحيز أو المكان الذي تجرى فيه عمليات التداول للأموال بشكل عام, , من عمليات بيع وشراء, وما يشتمل عليه هذا المكان من هيئات قانونية وإدارية ومالية, أما الشق الثاني من المصطلح وهو (الأوراق المالية) فهو يعنى الأدوات أو الأوعية المالية التي تجرى عليها عمليات التداول في ذلك المكان بالتحديد [(3)].

وقد عرف البعض سوق الأوراق المالية أنها " عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين الراغبين في بيع نوع معين من الأوراق المالية, أو لأصل مالي معين من جهة, والراغبين في

---

(1) العبد, جلال , ال محمد , بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق – الدار الجامعية – الإسكندرية, مصر, 2005, صـ 17 .

(2) لطفي, أحمد محمد, معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية, ط1, دار الفكر الجامعي, دار الإسكندرية, مصر, 2006, ص10 .

(3) الحمراني, صالح راشد, دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية, ط1, مكتبة دبي للتوزيع – دبي, الإمارات العربية المتحدة, 2004, ص14 .

شرائها من جهة ثانية, بصورة عمليات البيع والشراء عن طريق وسطاء سماسرة, وهم عبارة عن شركات تعمل في هذا المجال[1].

كما عرفها آخر بأنها"مكان معلوم ومحدد مسبقا, يجتمع فيه المتعاملون لغرض القيام بعملية تبادل بيع وشراء، ويتوافر فيها القدر المناسب من العلانية والشفافية، بحيث تعكس آثارها على جميع المتعاملين وعلى معاملاتهم، فتتحدد الأسعار بناء عليها صعودا أو هبوطا أو ثباتا "[2].

ويبدو لنا أن التعريف الشامل والأقرب في نفس الوقت إلى واقع بورصة الأوراق المالية, والذي يستجيب للتطور الحاصل فيها – والذي نتفق معه – وهو ما قال به أحد الباحثين بأنها " عبارة عن سوق منظمة مستمرة تقام في مكان معين في مواعيد محددة بصفة دورية ، غالبا ما تعقد بصورة يومية بقصد تداول صكوك مالية معينة, تتوافر فيها شروط محددة, بمقتضى التشريعات النافذة, وتبرم فيها الصفقات بواسطة تدخل شركات البورصة [3].

أما على النطاق التشريعي, فلا نكاد نجد اهتمام من قبل المشرعين بإعطاء تعريف لبورصة أو سوق الأوراق المالية إلا من قبل البعض منهم, كما هو واضح من الاهتمام الذي أولاه المشرع الأردني بتعريفها في قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 على أنها " أي سوق منظم أو أي استخدام دوري أو مستمر لوسائل الاتصال يتيح تداول الأوراق والأصول المالية"[4].

المطلب الثاني: تمييز سوق الأوراق المالية عن غيرها من الأسواق :

على الرغم من وجود بعض أوجه الشبة بين بورصة (سوق) الأوراق المالية, وغيرها من الأسواق في بعض السمات التي يتعلق بعضها بقوى العرض والطلب والأحداث, وغير ذلك من نقاط الالتقاء والتقارب, إلا أن هناك عددا من أوجه الاختلاف بينهما والتي تتلخص في المسائل التالية: -

---

[1] خضر, حسان, تحليل الأسواق المالية, بحث منشور ضمن سلسلة (جسر التنمية, العدد 27, السنة الثالثة, المعهد العربي للتخطيط, الكويت, مارس, 2004, ص3, حنفي, عبد الغفار, قرياقص, رسمية زكي, الاستثمار في الأوراق المالية, الدار الجامعية, الإسكندرية, مصر, 2005, ص37, حنفي, عبد الغفار, البورصات (أسهم – سندات – صناديق الاستثمار), المكتب العربي الحديث, القاهرة, مصر, 1995, ص39.

[2] الخضيرى, محسن أحمد, كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة, ط2, ايتراك للنشر والتوزيع, القاهرة, مصر, 2001, ص10

[3] محمد, سيد طه بدوى, عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية, دار النهضة العربية, القاهرة, مصر, 2001, ص43.

[4] المادة 2 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002 .

(1) يتم التعامل على الأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية في مكان معين ومعلوم ويتميز بالثبات والاستمرار وفي مواعيد محددة بينما لا تجد الأسواق الأخرى مكان أو زمان معينان [1].

(2) تتعدد الجهات المرتبطة بسوق الأوراق المالية كشركات الوساطة المالية وشركات التسوية (المقاصة) والقيد المركزي وشركات التغطية والترويج للاكتتاب و غيرها من المؤسسات والإدارات, بينما تقتصر الأسواق الأخرى على مؤسسات محدودة كالبنوك بالنسبة لأسواق النقد[2].

(3) "يشترط في التعامل بالأوراق المالية في سوق الأوراق المالية أن يتم من خلال وسيط مالي مرخص من قبل الهيئة المشرفة على البورصة" [3], بينما لا يشترط في الأسواق الأخرى عادة تدخل وسيط بين أطراف العلاقة المالية والتجارية[4].

(4) يتم التعامل في الأسواق والأوراق المالية بواسطة النموذج أو الوصف الشامل للسلعة محل التعامل, بالإضافة إلى وجوب توفر شروط معينة في السلعة (الورقة المالية), بينما يتم التعامل في الأسواق الأخرى عادة على سلع موجودة بالفعل, بالإضافة إلى أن التعامل في الأسواق الأخرى يتم عادة على جميع السلع دون تعيين لسلع بعينها[5].

(5) تتصف أسعار الأوراق المالية في البورصة بالتذبذب صعوداً أو نزولاً, بعكس الأسواق الأخرى التي تتميز عموما بثبات الأسعار وندرة التذبذب مقارنة مع التذبذب الذي تشهده البورصات[6].

---

[1] محمد, سيد طه بدوى, عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية, مرجع سابق, ص46, الحمرانى, صالح راشد, مرجع سابق ص22.

[2] المرجع السابق, ص25.

[3] المادة رقم 69 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002.

[4] محمد، سيد طه بدوى, عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية, مرجع سابق, ص46, الحمرانى, صالح راشد, مرجع سابق ص 25, 27.

[5] لطفي, أحمد محمد, المرجع السابق, ص17, محمد, سيد طه بدوى, عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية, مرجع سابق, ص45, الحمرانى, صالح راشد, مرجع سابق ص 21.

[6] الزحيلى, وهبة, السوق المالية, مجلة مجمع الفقه الإسلامي, ج2 العدد 6, 1990, ص1319 – 1920, نقلا عن : لطفي, احمد محمد, مرجع سابق, ص17 .

(6) تخضع أسواق المال لعدد من التشريعات التي تسعى لتحقيق قدر كاف من العلانية في صورة الإفصاح أو البيانات المتعلقة بالجهات المصدرة بأوراقها المالية وبالمعاملات التي ترد عليها بما يؤمن ضمان الشفافية والنزاهة فيها, ومن بين تلك الضوابط نظام المزايدة العلنية المكتوبة ضمانا لحقوق المتعاملين وحمايتهم من الممارسات التي تستهدف الإضرار بهم, بينما لا توجد مثل تلك الأنظمة في الأسواق التجارية الأخرى بنفس الدرجة الموجودة في البورصات بالرغم من التطور الحاصل فيها[1].

ثالثا: أنواع البورصات بشكل عام, وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص :

في الظاهر يرتبط اسم " البورصة " بالمكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات وأدوات مالية أخرى, وهو ما يعرف اصطلاحا بـ (بورصة الأوراق المالية, إلا أن هناك أنواع أخرى من البورصات, فهناك " بورصات العقود " والتي ينصب التعامل بها على البضائع مثل القطن والصوف وغير ذلك, كما توجد بورصات المعادن والتي تتعامل بالمعادن النفيسة كالذهب والفضة والماس, وهناك " بورصات القطع " والتي تختص بتبادل العملات المختلفة (الفوركس)[2].

أما بورصة الأوراق المالية فتأتي في التسلسل بعد أن تنقسم اسواق رأس المال إلى السوق الحاضرة والسوق الآجلة, ثم تنقسم السوق الحاضرة إلى سوقين تدعى الأولى السوق الأولية أو (سوق الإصدار), وتدعى الثانية السوق الثانوية أو (سوق التداول), كما تنقسم السوق الثانوية (سوق التداول) إلى قسمين أيضا هما السوق المنظمة والسوق الغير المنظمة والسوق الأولى هي ما يعرف اصطلاحا (ببورصة الأوراق المالية) وهي محور هذه الدراسة.

إلا أن التقسيم المذكور لا يمنع من تداول بعض ملامح السوق الأولية, لذلك سنتناول في الفقرات التالية أنواع أسواق الأوراق المالية:

(1)- السوق الأولية (سوق الإصدار) :

يقصد بالسوق الأولية أو (سوق الإصدار), السوق التي يتم فيها بيع الأوراق المالية المصدرة لأول مرة وذلك بطريقين مباشر أو غير مباشر, ويتم البيع بالطريق المباشر عن طريق قيام الجهة المصدرة ببيع أوراقها المالية إلى كبار المستثمرين, أما الطريق غير المباشر فيتم

---

[1] الحمراني, صالح راشد, مرجع سابق, ص23 .

[2] لطفي, أحمد محمد, مرجع سابق, ص27 – 29, وكمثال على بورصات العقود (بورصات الطاقة), ومن بينها بورصة دبي للطاقة التي بدأ التعامل فيها ابتداءا من 2007/6/2 .

بالاكتتاب العام في الأوراق المالية من خلال مؤسسات متخصصة تعرض الأوراق المصدرة للجمهور, وغالباً ما يطلق على هذه المؤسسات التي تباشر عملية الاكتتاب نيابة عن الشركة المصدرة للأوراق المالية تسمية (بنكير) أو بنك الاستثمار وهو عادة ما يكون مؤسسة مالية متخصصة, ولايخرج هذا البنك عن كونه وسيطا بين الجهات المصدرة للأوراق المالية وجمهور الراغبين في شراء تلك الأوراق المالية, كما تظهر السوق الأولية (سوق الإصدار) أيضا عند الاكتتاب لزيادة رأس مال تلك الجهات[1], أو لدى تحويل شركات القطاع العام المملوكة للدولة لتصبح شركات خاصة, وما يعرف اصطلاحا بـ (الخصخصة), أو لدى حاجة شركة أو جهة حكومية قائمة لقرض معين.

(2)- السوق الثانوية (سوق التداول):

يقصد بالسوق الثانوية أو (سوق التداول), بأنها عبارة عن مكان تجرى فيه جميع المعاملات على الأوراق المالية التي سبق طرحها في السوق الأولية (سوق الإصدار), وذلك بين المتعاملين في هذه السوق بالبيع والشراء وفقاً للأسعار السائدة للورقة المالية محل التعامل فيها, وتنقسم تلك السوق إلى قسمين هما السوق المنظمة والسوق الغير منظمة (الموازية)[2], وسنتناول فيما يلى التعريف بهذين السوقين:-

(أ)- السوق المنظمة :

يقصد بـ (السوق المنظمة), السوق التي تتميز بوجودها في مكان محدد, يلتقى فيها المتعاملون بالأوراق المالية المدرجة بالبيع والشراء في أوقات محددة, بواسطة مؤسسات مؤهلة ومتخصصة جداً في هذا النوع من النشاط, وتحكمها تشريعات معينة, وتدار من قبل مجلس أو هيئة تشرف عليها وتراقب أعمالها بشكل كامل ودقيق. [3]وتتميز الأسواق المنظمة (البورصات) في

---

(1) الأسرج, حسين عبد المطلب, تحليل أداء البورصات العربية في خلال الفترة 1994 – 2003 مع دراسة خاصة بالبورصة المصرية, سلسلة رسائل البنك الصناعى الكويتى – العدد 79, الكويت, ديسمبر 2004, ص 15, هندى, منير ابراهيم, إدارة الأوساق والمنشآت المالية, منشأة المعارف ؟، الإسكندرية, مصر, 2002, ص481 – 482, حنفي, عبد الغفار.
قرياقص, رسمية, الأسواق والمؤسسات المالية, البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار), مركز الإسكندرية للكتاب, الإسكندرية, مصر, 1999, ص 441 – 442.

(2) نوفل, صبرى حسن, الاستثمار في الأوراق المالية – مقدمة للتحليل الفنى والأساسى, كتاب الأهرام الاقتصادى, دار الأهرام للطباعة والنشر, العدد 100, القاهرة, مصر, مايو 1996, ص 81, نقلا عن : الأسرج , حسين عبد المطلب مرجع سابق, ص17.

(3) الأسرج, حسين عبد المطلب, مرجع سابق ص18, هندى, منير ابراهيم, الأوراق المالية وأسواق رأس المال, منشأة المعارف, الإسكندرية, مصر, 2002, ص688, هندى, منير ابراهيم, إدارة الأسواق والمنشآت المالية, مرجع سابق, ص493, حنفي, عبدالغفار . قرياقص, رسمية, الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار) مرجع سابق, ص 447.

أن تداول المعلومات يتم فيها من خلال قنوات محددة ووفق ضوابط وأنظمة الإفصاح والشفافية, ويواجه كل من يخل بتلك الأنظمة بالعقوبات المقررة.

ومثال على البورصات المنظمة: بورصة نيويورك, وبورصة لندن, وبورصة باريس, وبورصة عمان, وسوق الكويت للأوراق المالية.

(ب)- السوق غير المنظمة (السوق الموازية) :

يطلق مصطلح السوق الغير منظمة حكماً كونها لا تتحدد في مكان معين, وإنما تجرى المعاملات خارج السوق المنظمة (الرسمية) على الأوراق المالية الغير مدرجة فيها, من خلال شبكة اتصالات تربط بين الوسطاء والتجار والمستثمرين ويتم التعامل من خلال تلك الشبكات على أساس أفضل الأسعار المطروحة. [1].

وهذه الأسواق لا تسرى عليها القوانين والأنظمة التي تحكم الأسواق المنظمة, وإنما تحكمها أنظمة وأحكام خاصة, وتدعى تلك الأسواق بـ (الأسواق الموازية), ومن الأمثلة على تلك الأسواق: سوق المناخ في دولة الكويت, وسوق الجوهرة في مملكة البحرين, اللذان وجدا في بداية حقبة الثمانينيات من القرن الماضي وتم إلغائهما, وتوجد في الوقت الحاضر دعوات من قبل جهات متعددة في ضرورة تدخل المشرع لتنظيم ووضع الضوابط لمثل هذه الأسواق .

---

[1] خضر, حسن, مرجع سابق, ص5, الأسرج, حسين عبد المطلب , مرجع سابق, ص17, حنفي , عبد الغفار - قرياقص, رسمية, الأسواق والمؤسسات المالية (البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار) مرجع سابق, ص 447.

المبحث الثاني

التعريف بالأوراق المالية وأنواعها

تعد الأوراق المالية حجر الأساس في سوق الأوراق المالية سواء في السوق الأولي (سوق الإصدار), أو في السوق الثانوي (البورصة, السوق الموازية), لكونها السلعة الوحيدة المتداولة فيها, فهذه الأوراق تعد من أبرز أدوات الاستثمار في وقتنا الحاضر, إذ تشكل أسواق الأوراق المالية آلية هامة من آليات تجميع الموارد المالية وتوجيهها وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية الكبرى, وذلك من خلال اقتناء الأفراد والشركات والمؤسسات لما يصدر في هذه الأسواق من أوراق مالية.

ومن أهم خصائص الأوراق المالية قابليتها للتداول, إذ أن الورقة المالية تفقد ماهيتها عند تخلف صفة التداول, بالإضافة إلى أن قابلية الورقة المالية للتدوال تعد الدافع الرئيس للمشاركة في شركات المساهمة، بل إن التدوال هو المعيار الأكثر قبولاً للتفرقة بين شركات الأشخاص وشركات الأموال.

وفي سبيل التعريف بالأوراق المالية سنقسم هذا المبحث إلى مطلبين, نتناول في الأول المقصود بالأوراق المالية, أما الثاني فنتحدث فيه عن أنواع الأوراق المالية.

المطلب الأول

التعريف بالأوراق المالية

لقد اجتهد الفقه في تعريف الورقة المالية, فعرفها بعضهم بأنها عبارة عن صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول الشركة أو الحقين معاً (1)، أو أنها عبارة عن "الورقة التي تمثل حق المستثمر في الحصول على عوائد ربح أو فائدة في المستقبل وفقاً لشروط محددة مسبقاً (2)، أي هي عبارة عن " صك مثبت لحق ذي طابع مالي"(3).

وعرفها أيضاً بعضهم بأنها " الصكوك التي تصدرها أشخاص اعتبارية عامة كالدولة والهيئات العامة, أو خاصة كشركات الأسهم (المساهمة والتوصية بالأسهم), وتخول الصكوك ذات الإصدار الواحد لحامليها حقوقاً متماثلة, وتقبل التداول بالطرق التجارية, وقابلة للقيد ببورصات الأوراق المالية (4).

ومن خلال التعريفات السابقة يتبين لنا أن الورقة المالية إما أن تمثل صك ملكية كأسهم, أو مديونية كالسندات, أو تكون وسطاً بين الملكية والمديونية, وهذا الصك يعطي حامله الحق في الحصول على جزء من العائد أو الحصول على جزء من أصول الشركة أو الحقين معاً, فحمله الأسهم لهم الحق في جزء من العائد الذي يتولد نتيجة مزاولة الشركة لنشاطها الاقتصادي , كما يكون لهم نصيب عند تصفية الشركة(5).

---

(1) انظر هندي، منير إبراهيم, أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال, المكتب العربي الحديث, الإسكندرية, مصر, طبعة سنة 1999م, ص 9.

(2) الحناوي, محمد صالح, أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية, الدار الجامعية, مصر, طبعة سنة 1997 م, ص5

(3) دويدار, هاني محمد, التنظيم القانوني للتجارة, المؤسسة الجامعية, الإسكندرية, مصر, طبعة سنة 1997 م. ص 5, 7.

(4) أبو طالب, صلاح أمين, دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية, دراسة مقارنة في القانون المصري والفرنسي, دار النهضة العربية, القاهرة, مصر, طبعة سنة 1995 /, ص21.

(5) ما تجدر الإشارة إليه أن قانون الشركات الأردني رقم (22) لسنة 1997م وتعديلاته قد استخدم مصطلح إسناد القرض " وهو ما يتفق مع قواعد اللغة العربية ومع المعني اللغوي لكلمة السند, فالسند في اللغة ما ارتفع من الأرض في قبل الجبل أو هو من سفح الجبل, (انظر ابن دريد, كتاب جمهرة اللغة, الجزء الثاني, حيدر آباد, الطبعة الأولي, 1445 هـ, ص266). كما يحمل السند معني الاعتماد, فالسند, المعتمد, أي ما يُعتمد, عليه فكأنه مأخوذ من أن الجبل معتمد للأرض في ثباتها, والجبل في فم الوادي معتمد للماء تركن إليه, ومن هنا صار السند يعني كل ما يُعتمد عليه, (انظر الجوهري, إسماعيل, الصحاح, تحقيق عطار, أحمد عبد الغفور, الجزء الثاني, دار العلم للملايين, بيروت, الطبعة الثالثة, 1984م, ص849). أما جمع سند فهو أسناد, ولم تجمع جمعًا غيره. (انظر: ابن منظور, لسان العرب, المجلد الثالث, المرجع السابق, ص 220). بينما ذهبت العديد من التشريعات إلى استخدام مصطلح سندات القرض " كقانون الشركات التجارية الكويتي لسنة 1960م, ونظام الشركات السعودي لسنة 1965م, = وقانون شركات التجارية وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المئولية المحددة المصري رقم (159) لسنة 1981م, وقانون الشركات التجارية القطري لسنة 2002م.

وبالتالي يترتب على عملية الاستثمار في سوق الأوراق المالية حيازة المستثمر لأصل مالي يتخذ شكل سهم أو سند ... إلخ, وهذا الأصل المالي يمثل حقاً مالياً يخول حامله الحق في الحصول على جزء من عائد الأصول الحقيقية للشركة مصدرة الورقة المالية, أما ما يحدث في سوق الأوراق المالية من عمليات بيع وشراء, فهذا لا يعدو كونه عملية نقل ملكية يتخلى بموجبها البائع عن ملكية أصل, وهو الورقة المالية مقابل حصوله على أصل آخر يتخلى عنه المشتري وهو النقود التي تمثل ثمن الورقة المالية [1].

ونجد أن المشرع الأردني قد عرف الأوراق المالية أنها " يقصد بالأوراق المالية أي حقوق ملكية أو أي دلالات أو بيانات متعارف علي أنها أوراق مالية, سواء كانت محلية أو أجنبية ويوافق المجلس الأعلى على اعتبارها كذلك ".[2] وبهذا يتبين لنا أن المشرع الأردني قد استخدم مصطلحات وألفاظاً عامة ومجردة، وذلك ضماناً لخضوع جميع الأوراق المالية التقليدية والمستحدثة لنصوص قانون الأوراق المالية, خاصة في ظل التحول نحو عالمية الأسواق لطرح أدوات مالية مستحدثة بهدف التنويع والتقليل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون من جراء تعاملاتهم في الأوراق المالية. [3]

ومع أن ملكية الأسهم والسندات تمثل مجالاً جذاباً للاستثمار المالي, باعتبار أنها أصبحت لدي البعض مصدر دخل نتيجة لما تدره هذه الصكوك من عوائد على شكل أرباح أو فوائد [4]، إلا أن التنويع في الأوراق المالية يمثل نوع من المنافسة بين الجهات المصدرة لها في هذا التنويع, وهو ما يشبع رغبات المستثمرين في النهاية, وذلك في ظل قانون لا يمنع التنويع وإصدار أوراق مالية مختلفة.

---

(1) مطر, محمد, إدارة الاستثمارات, مطابع المؤسسة الأردنية, عمان , الأردن, الطبعة الأولي, 1993 م ص78

(2) المادة (3/أ) من قانون الاوراق المالية رقم 2002/76.

(3) عرف المشرع الفرنسي الأوراق المالية بأنها صكوك تصدرها الأشخاص المعنوية العامة أو الخاصة, وتنتقل ملكيتها عن طريق القيد في الحسابات أو بالتسليم, وكل نوع منها يخول صاحبة حقوقاً متماثلة, وهي تمثل حصة في رأس مال الشخص المعنوي المصدر أو حق دائنية عام على ذمته المالية ". مشار إليه لدي عبد الحميد, عاشور عبد الجواد, دور البنك في خدمة الأوراق المالية, دار النهضة العربية, القاهرة, مصر طبعة سنة 2003 م, ص10 كما عرف المشرع الفلسطيني الأوراق المالية في المادة (3) من قانون الأوراق المالية رقم (12) لسنة 2004م بأنها " حقوق ملكية أو أدوات دين سواء أكانت محلية أو أجنبية توافق الخيئة على اعتمادها كذلك ".

(4) دويدار،. هاني محمد, العقود التجارية والعمليات المصرفية, دار الجامعة الجديدة للنشر, الإسكندرية, مصر, طبعة سنة 1994م, ص271.

وهذا ما تنبه له المشرع الأردني في قانون الأوراق الماليـــة, إذ إنـــه أورد أنواعـــاً جديـــدة ومستحدثة من الأوراق المالية, حيث نصت المادة (3/ب) من القانون آنف الذكر على مـــا يلـــي: " تشمل الأوراق المالية بصورة خاصة, ما يلي:

1-أسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول

2-إسناد القرض الصادرة عن الشركات

3-الأوراق المالية الصادرة عن الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو البلديات

4-إيصالات إيداع الأوراق المالية

5-الأسهم الاستثمارية في صناديق الاستثمار المشترك

6-إسناد خيار المساهمة

7-العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية

8-عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع

9-أي حق في الحصول على أي مما ذكر في البنود (1-8) من هذه الفقرة بموافقة المجلس ". ([1])

وغني عن القول أن مثل هذا التعدد للأوراق المالية قد جاء على ســبيل التمثيــل ولــيس الحصر, وفي هذا فائدة كبيرة إذ يبقي القانون قابلاً للتطبيق على ما يمكن أن يستحدث مــن أوراق مالية جديدة.

([1]) انظر المادة 3/ب من قانون الاوراق المالية الاردني رقم 2002/76

المطلب الثاني

أنواع الأوراق المالية

هناك العديد من الأوراق المالية التي يتم إصدارها وتداولها في الأسواق المالية, وهذه الأوراق قد تكون صادرة عن الشركات, أو تكون صادرة عن الحكومة, أو بعض الهيئات المعنوية المستقلة. وسنتناول في هذا المطلب أهم الأوراق المالية التي يتم تداولها في الأسواق المالية وذلك من خلال أربعة عناصر, نتناول في الأول الأسهم، وفي الثاني السندات, وفي الثالث حصص التأسيس, وأخيراً في الرابع سنتناول الأوراق المالية التي تصدرها صناديق الاستثمار .

أولاً: الأسهم

يعرف السهم بأنه " صك يمثل نصيب المساهم في شركات الأموال, ويقابل حصة الشريك في شركة الأشخاص, كما يقصد بالسهم أيضاً الصك الذي تصدره الشركة ويمثل حق المساهم فيها أوحصة الشخص في الشركة , والتي تمثل حقوقه والتزاماته التي يتم تعيينها في قانون الشركة" [(1)].

وكما أن للسهم قيمة أسمية تكتب على شهادة السهم, فإن له قيمة حقيقية أو فعلية, وقيمة سوقية أو تجارية وهناك أيضا قيمة السهم بعد علاوة الإصدار, والقيمة الاسمية للسهم هي القيمة المكتوبة على شهادة السهم والتي حددت من قبل الشركة وفقا للحدود التي رسمها المشرع, وهى محددة في قانون الشركات الأردني بدينار واحد, أما القيمة الحقيقية أو الفعلية للسهم فهي قيمة ما يمثله السهم من موجودات الشركة. أي نصيب السهم في صافي أصول الشركة بعد خصم ديونها وهذه القيمة الحقيقية للسهم قد تكون أكثر أو اقل من القيمة الاسمية أو مساوية لها [(2)].

أما القيمة السوقية أو التجارية للسهم فهي التي تمثل قيمة السهم في البورصة وتتأثر هذه القيمة بالأرباح التي توزعها الشركة وبقيمة موجوداتها التي تعلن عنها وبسمعتها التجارية أو مدى نجاحها أو فشلها في نشاطها التجاري أو الاقتصادي, وبمدى الإقبال على أسهمها في البورصة[(3)]وأخيرا هناك قيمة السهم بعد علاوة الإصدار, وبهذه القيمة يباع السهم الجديد والذي يتم طرحه لزيادة رأس مال الشركة, وعادة ما تكون هذه القيمة أعلى من القيمة الاسمية والفارق بين القيمتين يسمى علاوة الإصدار [(4)].

[(1)] أنظر يونس, على حسن – الشركات التجارية, د ن طبعة سنة 1957 م ص 539, عوض, على جمال الدين, شركات الأموال – دار النهضة العربية – مصر طبعة سنة 1984 ص 46, القليوبى, سميحة, الشركات التجارية, دار النهضة العربية، القاهرة، مصر, الطبعة الثانية 1988 م, ص 475 .

[(2)] القليوبى, سميحة, الشركات التجارية, المرجع السابق ص 479 .

[(3)] العرينى, محمد فريد, الشركات التجارية, دار المطبوعات الجامعية, الإسكندرية, مصر, طبعة سنة 2002 م ص 266, 276 .

[(4)] سامى, فوزى محمد, شرح القانون التجارى – الجزء الرابع, دار الثقافة للنشر والتوزيع, عمان, الأردن, الطبعة الأولى, 1997م, ص289 وما بعدها .

وتتميز الأسهم بقابليتها للتداول, فالسهم يمثل حصة الشريك في الشركة, وهذه الحصة يمكن التصرف فيها بالرهن أو البيع عن طريق تداول السهم بالطرق التجارية, مع التقيد بالإجراءات التي ينص عليها نظام الشركة والقانون, وقد أكد قانون الشركات الأردني على خاصية قابلية الأسهم للتداول. (م 90 / أ من قانون الشركات الأردنى)

وتداول الأسهم في الأردن يتم عن طريق القيد في السجل الخاص بسوق الأوراق المالية (البورصة), وسجل المساهمين في مقر الشركة, بحيث لا تنتقل ملكية هذه الأسهم فيما بين المتعاقدين وفي مواجهة الغير والشركة إلا باتباع الإجراءات المنظمة لتداول الأسهم والتي حددها قانون الشركات الأردني وقانون الأوراق المالية والأنظمة المنفذة لأحكامه [1].

ويمكن تصنيف السهم إلى أنواع متعددة تحدد تبعاً للزاوية التي ينظر من خلالها للأسهم, فمن حيث طبيعة الحصة التي يقدمها الشريك تنقسم إلى أسهم نقدية واسهم عينية, والأسهم النقدية هي التي تمثل حصصا نقدية في رأس مال الشركة, أما السهم العينية فتمثل حصصاً عينية في رأس مال الشركة , ويتمتع مالك هذه الأسهم بالحقوق التي يتمتع بها أصحاب الأسهم النقدية [2].

أما من حيث الحقوق التي تخولها الأسهم لمالكيها فهي تنقسم إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة, والأسهم العادية هي التي تمنح مالكيها الحقوق العادية التي لا يمكن فصلها عن السهم, والتي تعتبر من مقوماته, دون أن يكون لهم أية امتيازات وأولويات إضافية, سواء في الأرباح أو التصويت أو على الحقوق عند التصفية, أما الأسهم الممتازة [3] فتمنح مالكيها إضافة للحقوق العادية المرتبطة بالسهم بعض المزايا كالأولوية على أرباح الشركة أو الفائض عند التصفية [4] وقد منع قانون الشركات الأردني إصدار الأسهم الممتازة.

كما تنقسم الأسهم نظرا لشكلها إلى أسهم اسمية واسهم للحامل واسهم للأمر [5], والأسهم الاسمية هي التي يدون فيها اسم المالك على الصك ذاته, وتثبت ملكيتها بالقيد في سجلات الشركة مصدرة الأسهم, ومن تاريخ القيد في هذه السجلات. فضلا عن قيد تداولها في البورصة متى كانت

---

[1] (مادة 98 / ج) من قانون الشركات الأردني, مادة (69) من قانون الأوراق المالية الأردني.

[2] (م 112) من قانون الشركات الأردنى .

[3] يطلق عليهعا أحيانا اسهم الأولوية أو الأفضلية وترجع هذه التسمية لكون هذه ه الأسهم من طائفة الاسهم التي يكون لها أفضلية على جميع أنواع الأسهم العادية .

[4] أنظر رضوان, ابو زيد, الشركات التجارية في القانون المصرى المقارن, دار الفكر العربى, القاهرة, مصر, طبعة سنة 1993 م, ص 535, العرينى, محمد فريد, الشركات التجارية, ـــ المرجع السابق, ص 272, 273 .

[5] يستلزم القانون الأردنى بالنسبة لأسهم الشركة المساهمة العامة أن تكون اسمية, فنصت المادة (95/ أ) من قانون الشركات على أنه يحدد راس مال الشركة العامة المصرح به, وكذلك الجزء المكتتب به فعلا بالدينار الأردنى, ويقسم الى اسهم اسمية وتكون قيمة السهم دينارا واحد .

هذه الأسهم مقيدة فيها ، ويعتد بنقل ملكية الأسهم في مواجهه الشركة او الغير[1], اما اذا لم تكن هذه الأسهم مقيدة في بورصة الأوراق المالية فانه يتم الإعلان في البورصة عن عمليات تداول هذه الأسهم, أما الأسهم لحاملها فلا يذكر فيها اسم المالك ويعتبر حاملها مالكا لها, أي بمعنى أن الحق الثابت في السهم يندمج في الصك ذاته فتصبح هي ذاته دليلا على الملكية, وهناك أيضا الأسهم للأمر وهى التي يقترن بها اسم مالكها المدون على السهم بصيغة الأمر أو الإذن [2].

"وتنقسم من حيث علاقتها براس مال الشركة إلى أسهم راس المال واسهم التمتع, واسهم راس المال هي التي تمثل جزءً من راس مال الشركة ولا يجوز أن ترد قيمتها للمساهمين ما دامت الشركة مستمرة في نشاطها, وبعبارة أخرى هي الأسهم التي يتسلم صاحبها قيمتها الاسمية في اثناء حياة الشركة أي أنها لن تستهلك. أما أسهم التمتع فهي الأسهم التي حصل صاحبها على قيمتها الاسمية في أثناء حياة الشركة وقبل انقضائها بموجب عملية تعرف بالاستهلاك او الإطفاء" [3].

ثانيا: السندات

تعرف السندات بانها صكوك قابلة للتداول تصدرها الشركة لشخص معنوى او فرد, وتتعلق بقرض طويل الأجل, يعقد عادة عن طريق دعوة الجمهور للاكتاب, لتعطى الحق في استيفاء فوائد سنوية بالإضافة لحق استرداد قيمتها عند حلول الأجل [4]

وبالرجوع إلى قانون الشركات الأردنى نجد أن المادة 116 منه عرفت السندات بقولها " أسناد القرض أوراق مالية ذات قيمة اسمية قابلة للتداول, تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها وفقا لأحكام هذا القانون وأي قانون آخر مختص بالحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار " [5].

وبناء على ما سبق فإننا نعرف السندات بأنها أوراق مالية قابلة للتداول وغير قابلة للتجزئة تصدرها الشركات والمؤسسات ذات الشخصية الاعتبارية ومضمونها قرض يعقد بطريقة الدعوى للاكتتاب وتخول بالنسبة للإصدار الواحد حقوقا وامتيازات يحددها القانون ونشأة إصدارها .

---

[1] ياملكى, أكرم, القانون التجارى (الشركات) دار الثقافة للنشر والتوزيع, عمان الأردن, الطبعة الأولى, 2006 ص 217, 218.

[2] العرينى, محمد فريد – الشركات التجارية, المرجع السابق ص2700, 271

[3] القليوبى, سميحة, الشركات التجارية, المرجع السابق ص 220, 221

[4] صالح, محمد, شرح القانون التجارى المصرى, مطبعة الاعتماد, مصر, طبعة 1962م, ص171, القليوبى, سميحة, الشركات التجارية, المرجع السابق ص 541, 542.

[5] لقد منح قانون الشركات الأردنى رقم 22 لسنة 1997 م بموجب القانون المؤقت المعدل رقم 4 لسنة 2002 م, الشركات المساهمة الخاص والحق في اصدار السندات مع مراعاة قانون الأوراق المالية, أنظر نص المادة 66 / ج من قانون الشركات الأردنى .

وتتميز السندات بقابليتها للتداول شأنها في ذلك شأن الأسهم, فالسندات قابلة للتداول بالطرق التجارية وفقا لشكلها[1]وفي سوق الأوراق المالية, وهذا يعنى إمكانية انتقال ملكية السندات دون الحاجة إلى إتباع

إجراءات الحوالة المدنية والتي يشترط لصحتها ونفاذها رضا كل من المحيل والمحال إليه والمحال له. [2]

صور السندات :-

(1)-السندات العادية: وهى السندات التي تصدر بذات القيمة المبينة فيها, وتخول حاملها فائدة ثابتة إلى أن يسترد أصل الدين أو المبلغ في الموعد المحدد.[3]وتتميز هذه السندات بأن سعر الفائدة أي العائد الذى تدره على حاملها يكون مرتفعا عادة لأن هذه السندات لا تعطى حاملها أي امتيازات أخرى غير الفائدة.[4]

(2)-السندات بعلاوة الإصدار أو الوفاء: وهذه السندات تصدر بقيمة أقل من القيمة الاسمية المبينة فيها, ولكن عند حلول الموعد المتفق عليه برد قيمة السندات فإن الشركة تلتزم برد القيمة الاسمية مضافًا إليها فائدة ثابتة تحسب على أساس القيمة الاسمية للسندات ويسمى الفرق بين القيمة الاسمية وما تم دفعه فعلاً من صاحب السندات بعلاوة الإصدار أو الوفاء.[5], ومثال ذلك أن تكون القيمة الاسمية للسندات 90 ديناراً, وتصدرها الشركات بـ 80 دينار وهنا يتعين على الشركة في موعد الاستحقاق الوفاء بالقيمة الاسمية للسندات وهى 90 دينارا بالإضافة إلى الفائدة الثابتة وليس ما تم دفعه فعلاً وهو 80 دينارا[6].

---

[1] أجاز قانون الشركات الأردنى إصدار سندات لحاملوها وذلك في الحالات التي يوافق عليها مراقب عام الشركات وهيئة الأوراق المالية, م 118 /ب من قانون الشركات. م (996 /1) من القانون المدنى الأردنى رقم 43 لسنة 1976 م, أكد المشرع الأردنى على هذه الخاصية في المادة 118 من قانون الشركات .

[2] م (996 /1) من القانون المدنى الأردنى رقم 43 لسنة 1976 م, وأكد المشرع الأردنى على هذه الخاصية في المادة 118 من قانون الشركات .

[3] القليوبى, سميحة, الشركات التجارية, المرجع السابق, ص543, رضوان, ابو زيد, المرجع السابق, ص565.

[4] العرينى, محمد فريد, القانون التجارى, دار المطبوعات الجامعية, الإسكندرية, مصر, طبعة سنة 1999 م, ص112, ونصت على هذا النوع من السندات المادة 119/ب من قانون الشركات الأردنى بقولها: "يجوز أن يباع سند القرض بقيمته الاسمية ...." .

[5] القليوبى, سميحة, الشركات التجارية, المرجع السابق ص 543, 544, رضوان, فايز نعيم, الشركات التجارية, المرجع السابق, ص 428 .

[6] نصت على هذا النوع من السندات المادة 119/ب من قانون الشركات الأردنى بقولها (يجوز أن يباع سند القرض بقيمته السندية أو بخصم علاوة إصدار وفي جميع الأحوال يسدد السند بقيمته الاسمية), رضوان, سمير عبد الحميد – أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية, المعهد العالى للفكر الاسلامى, القاهرة, مصر, الطبعة الأولى, 1996 م, ص 293 .

(3)-السندات المضمونة: وتصدر هذه السندات بقيمة اسمية واحدة, وتمنح حاملها فائدة ثابتة ويقترن إصدارها بإنشاء ضمان شخصي كالكفالة المصرفية أو عينى كرهن عقارى لصالح حاملها, ومن أمثلة هذه السندات, السندات التي تصدرها الحكومة (السندات الحكومية), وتمثل هذه السندات ديناً في ذمة الحكومة وتغل عائد غالبا ما يكون ثابتاً [1] وهذه السندات لها قيمة اسمية وغير قابلة للتجزئة, وتعد أوراقا مالية قابلة للتداول في سوق الأوراق المالية. [2]

(4)-السندات ذات النصيب: إن هذه السندات تصدر بقيمتها الاسمية كالسندات العادية, وتمنح حاملها فوائد اسمية ثابتة, فضلاً عن ذلك يجرى في شأنها يانصيب سنوى يمنح السند الفائز جائزة مالية هى جائزة اليانصيب [3]. وبالرجوع إلى قانون الشركات الأردنى نجد أنه لم يتضمن نصاً يجيز إصدار مثل هذه السندات أو يمنعه, لذلك ذهب البعض[4] إلى أنه من الجائز إصدار تلك السندات, والسند في ذلك المادة (121/ب 4) من قانون الشركات والتي جاءت كما يلي يجب أن يتضمن السند البيانات التالية: 4-أي شروط وأحكام أخرى ترى الشركة المقترضة إضافتها إلى السند شريطة أن تتوافق هذه الإضافات مع شروط الإصدار. واليانصيب لا يعدو أن يكون شرطاً أو حكماً يمكن للشركة أن تضمنه نشرة الإصدار، إلا أننا نرى عدم جواز إصدار السندات ذات النصيب لأنها نوع من القمار المحظور في القانون الأردني.

(5)-السندات القابلة للتحويل إلى أسهم: وهى السندات التي يكون لحاملها الحق في طلب تحويلها إلى أسهم, وبالتالي ينقلب مركزه القانوني من دائن للشركة إلى شريك فيها [5], وهذا النوع من السندات يتطلب موافقة الهيئة العامة غير العادية للشركة, وتعد موافقتها هذه بمثابة متفقة على زيادة رأس المال المصرح به للشركة [6].

---

(1) رضوان, سمير عبد الحميد – أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية, المعهد العالى للفكر الاسلامى, القاهرة, مصر, الطبعة الأولى, 1996 م, ص 293 .

(2) أنظر المادة 17 من قانون الدين العام وإدارته الأردنى رقم 26 لسنة 2002 م .

(3) يونس, على حسن, الشركات اللتجارية, المرجع السابق, ص562, عوض, على جمال الدين, شركات الأموال, المرجع السابق, ص69 .

(4) أنظر هذا الرأى لدى العكيلى, عبد العزيز, شرح قانون التجارى, الجزء الرابع, الشركات التجارية, دار الثقافة للنشر والتوزيع, عمان, الأردن, الطبعة الأولى 2002م, ص262, سامى, فوزى محمد, الشركات التجارية, دار الثقافة للنشر والتوزيع عمان, الأردن, الطبعة الأولى, سنة 2005 م, ص 404, المصاروة, يوسف محمد, المركز القانونى لمالكى اسانيد القرض التي تصدرها الشركات, رسالة دكتوراه, كلية الدراسات العليا, جامعة عمان العربية للدراسات العليا, عمان, الأردن, سنة 2006 م, ص98 .

(5) العرينى, محمد فريد, الشركات التجارية, المرجع السابق, ص307, عوض, نادية محمد, الشركات التجارية, دار النهضة العربية, القاهرة, مصر، طبعة 2002، 3003 م, ص348،347 .

(6) من التشريعات التي تجيز إصدار السندات القابلة للتحويل إلى أسهم, أنظر م (119 مكرر) من قانون الشركات التجارية الكويتى, م 117 من قانون الشركات الأردنى .

ويعد تحويل السندات إلى أي أسهم ليس بالأمر الإجباري, فحامل هذه السندات له مطلــق الخيار في ممارسة حق التحويل من عدمه, وبالتالي فإن التحويل لا يتم إلا بموافقة حامل الــسندات وبالشروط المقررة في نشرة الإصدار.

ثالثا: حصص التأسيس

يمكن تعريف حصص التأسيس بأنها " صكوك قابلة للتداول تصدرها شركات المــساهمة, وتعطي حاملها حقوقاً في أرباح الشركة مقابل الخدمات والجهود التي قدموها أثناء تأسيس الشركة".

وقد اختلف الفقه في تحديد طبيعة مركز صاحب حصة التأسيس, فذهب جانب إلى القــول بأن مركز صاحب حصة التأسيس كمركز الشريك, نظراً لأنه يشترك في الأرباح شأنه فــي ذلــك شأن المساهم, بينما ذهب جانب آخر إلى اعتبار صاحب حصة التأسيس دائناً للشركة ويتمثل حقــه بالحصول على نصيب من الأرباح، لأنه لا يقدم حصة تدخل في تركيب رأس المال, وممنوع مــن التدخل في إدارة الشركة , أو القول بأن صاحب حصة التأسيس في مركز قانوني خاص , فلــيس هو بشريك ولانه وإن كان من حقه نصيب من الربح عند تحقيق الشركة لأرباح, إلا أنه ليس مــن حقه إدارة الشركة أو المساهمة في خسائرها, كما أنه ليس بدائن لأن حصة التأسيس تجعلــه دائنــا بقدر من الربح متى حققت الشركة أرباحاً, على خلاف الدائن الذي له الحق في الفائدة سواء حققــت الشركة أرباحاً أم لم تحقق [1].

ونجد أن المُشرّع الأردني والكويتي لم يتطرق إلى حصص التأسيس ســواء بالإجــازة أو الحظر, لذا يثار التساؤل حول مدي جواز إصدار حصص التأسيس.

يذهب البعض إلى جواز إصدار حصص التأسيس, في حين يذهب البعض الأخر إلى عدم إمكانية إصدار حصص, ومن جانبنا ننضم إلى الرأي الأخير فالمشرع لو أراد إجازة إصدار مثــل هذه الحصص لنص على ذلك صراحة [2].

"هذا وتتمتع حصص التأسيس بقابليتها للتداول شأنها في ذلك شأن الأسهم والــسندات, إلا أنه لا يجوز تداولها قبل نشر الميزانية وحساب الأرباح والخسائر وسائر الوثائق الملحقة بها عــن سنتين ماليتين كاملتين, لا تقل كل منهما عن اثنــي عشــر شهــــراً مــــن تاريـــخ تأسيــــس الشركــــة, لكــي يستــطيـــع الجمهور الوقوف على حقيقة المركز المالي للشركة, ويقع باطلاً كــل تصرف أو تعامل في حصص التأسيس قبل مضي السنتين السابق ذكرهما".

---

[1] الشاذلي, مصطفي كمال طه, الشركات التجارية, المرجع السابق, ص 278 .

[2] أنظر رأى السنهورى, عبد الرازق, مذكور لدى العكيلي, عزيز, الشركات التجارية, المرجع السابق, ص 280 .

رابعا:الأوراق المالية التي تصدرها صناديق الاستثمار

استحدث السوق نوعاً جديداً من أدوات توظيف الأموال وهي صناديق الاستثمار[1], وتصدر صناديق الاستثمار مقابل الأموال المقدمة من المستثمرين صكوكا يطلق عليها اسم وثائق الاستثمار[2], وقد تصدر هذه الوثائق إما من صندوق متخذ شكل الشركة المساهمة, أو من صناديق البنوك وشركات التأمين.

وتلك الوثائق هى وثائق تعاقدية اسمية أو لحاملها, وتصدر بقيمة واحدة وغير قابلة للتجزئة, وتعطي مالكيها حق المشاركة في الأرباح والخسائر, وتخولهم حقوقاً متساوية مع حقهم باسترداد قيمتها, وحقهم كذلك بناتج التصفية حيث يتم توزيع هذا الناتج بين مساهمي الشركة واصحاب وثائق الاستثمار القائمة في تاريخ التصفية, بنسبة رأس مال الشركة المدفوع, ورصيد حملة الوثائق بذلك التاريخ, وتكون مسئوليتهم في حدود قيمة الوثيقة .

وبالنسبة لوثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق الاستثمار المتخذة شكل الشركة المساهمة, فهى قابلة للقيد والتداول في بورصة الأوراق المالية, ولا يجوز للشركة التي تقيد صكوكها في البورصة وضع قيود على التداول بهذه الصكوك, أما بالنسبة لوثائق الاستثمار التي تصدرها صناديق البنوك أو شركات التأمين فلا يتم قيدها أو تداولها في البورصة[3].

وقد عرفت المادة 2 من قانون الأوراق المالية الأردنى رقم 76 لسنة 2002, صندوق الاستثمار المشترك على أنه " الصندوق الذى يتم إنشاؤه ويمارس أعماله وفقا لقانون أحكام الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه, بهدف الاستثمار في محفظة أوراق مالية أو أصول مالية أخرى, لتوفير الإدارة المالية للاستثمارات المالية, وذلك بالنيابة عن حملة الأسهم أو الوحدات الاستثمارية ذلك الصندوق"[4].

"ويقسم رأس المال صندوق الاستثمار المشترك إلى أسهم أو وحدات استثمارية متساوية الحقوق, وتقتصر مسئولية مالكى هذه الأسهم أو الوحدات الاستثمارية على قيمة مساهمتهم في رأس

---

[1] تعد صناديق الاستثمار أحد أساليب الاستثمار الجماعى المرتبطة بسوق الأوراق المالية فهى عبارة عن وعاء مالى لتجميع مدخرات الفرد واستثمارها في الأوراق المالية من خلال جهة ذات خبرة بإدارة الأوراق المالية. , أنظر قاسم, منى, صناديق الاستثمار للبنوك والمستثمرين, الدار المصرية اللبنانية, طبعة 1995 م, ص 45 .

[2] يجب عدم الخلط بين صكوك الاستثمار ووثائق الاستثمار فصكوك الاستثمار تصدرها شركات تلقى الأموال لاستثمارها، ولا يجوز تداولها وقيدها في سوق الأوراق المالية.

[3] موسى, عصام حنفي محمود, المرجع السابق, ص 87, 88 .

[4] يتولى إدارة صندوق الاستثمار المشترك مجلس إدارة يتم انتخاب أعضائه من المساهمين في اجتماع سنوى, ويقوم المجلس بتعيين مدير استثمار لإدارة المحفظة الاستثمارية بصندوق الاستثمار المشترك. م 95 من قانون الأوراق المالية الأردنى, وعرفت المادة 2 من قانون الأوراق المالية الأردنى أن مدير الاستثمار بأنه الشخص الذى يمارس إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير بما في ذلك إدارة صندوق الاستثمار المشترك .

مال هذا الصندوق, ويتم تسديد قيمة هذه الأسهم أو الوحدات الاستثمارية نقداً ودفعة واحدة عند الاكتتاب بها, ولا يجوز الحجز على موجودات صندوق الاستثمار المشترك لضمان أو تحصيل التزامات أي من المساهمين أو حملة وحداته الاستثمارية"[1].

ويكون صندوق الاستثمار المشترك إما مفتوحاً أو مغلقاً[2], وصندوق الاستثمار المغلق يكون رأس ماله ثابتاً وتصدر أسهمه أو وحداته الاستثمارية إما عن طريق العرض العام أو الخاص, وتكون هذه الأسهم أو الوحدات الاستثمارية قابلة للتحويل والتداول في سوق الأوراق المالية[3], أما صندوق الاستثمار المشترك المفتوح فلا تكون اسهمه أو وحداته الاستثمارية قابلة للتحويل إلا بحكم الميراث أو الخلفية القانونية[4].

وتجدر الإشارة إلى أنه بالإضافة إلى الأوراق المالية السابقة الذكر, هناك أنواع أخرى من الأوراق المالية, تصدرها شركات المساهمة, وشركات التوصية بالأسهم, بعد أداء رأس المال المصدر بالكامل مقابل الأموال التي تتلقاها لمواجهة الاحتياجات التمويلية لها أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها, والتي تعطى لحامليها من ذات الإصدار الواحد حقوقاً متساوية, مع حقهم في تحويلها إلى اسهم إذا تم الاتفاق على ذلك, وكذلك إيصالات إيداع الأوراق المالية, ويتجلى الاستثمار في هذا النوع من الأوراق المالية عندما ترغب الجهة المصدرة بإدراج أوراقها المالية خارج السوق المحلى فتبرم اتفاقية إيداع لأوراقها المالية مع البنك المودع لديه, والذى يكون مؤسسة مالية مرخصة لممارسة هذا العمل.

"كما هناك العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية, والعقود آنية التسوية هى التي يتم بموجبها تنفيذ الصفقة, أي بمعنى تسليم الأوراق المالية المشتراه وقت التعاقد ودفع قيمتها فوراً, أما العقود آجلة التسوية فيلتزم بموجبها البائع بتسليم المشترى للأوراق المالية محل التعاقد في تاريخ لاحق بسعر يتفق عليه وقت التعاقد, وقد يتم الاتفاق على دفع القيمة كاملة عند التعاقد أو دفع جزء منها على أن يؤجل الباقى حتى تاريخ التسليم، وتوجد كذلك عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع وعقد خيار الشراء هو اتفاق يمنح حامله الحق في شراء عدد من الأسهم بسعر محدد, على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة الممتدة من تاريخ إبرام الاتفاق وحتى التاريخ المحدد لنفاذ هذا

---

[1] م (100 / أ) من قانون الأوراق المالية الأردني .

[2] م (101) من قانون الأوراق المالية الأردني.

[3] م (98) من قانون الأوراق المالية الاردني.

[4] م (197/أ) من قانون الأوراق المالية الأردني.

الحق, أما عقد خيار البيع فيلجأ إليه المستثر لتفادى خطر انخفاض أسـعار الأوراق الماليـة التـي يملكها, إذ أن هذا العقد يمنح حامله الحق في بيع عدد محدد من الأسهم بسعر معـين قبـل أو فـي تاريخ محدد لطرف آخر محدد للعقد, فمتى انخفض سعر السهم إلى مستوى أقل من السعر المحـدد بعقد الخيار فإن حامل العقد لا يمارس حقه في البيع لمحرر العقد, بل يفضل الاحتفاظ بهذه الأسـهم أو يقوم ببيعها بسعر أعلى من السعر المحدد في عقد الخيار, وهنا تكون خسارته عباره عن ثمـن شراء عقد الخيار فقط"[1].

---

[1] الطراد، إسماعيل، عياد, جمعة, التشريعات المالية والمصرفية في الأردن, دار وائل للنشر, عمان, الأردن, الطبعة الأولى, 1999 م, ص 164 .

المبحث الثالث

التعرف بمعاملات الأوراق المالية في البورصة [1]

تتألف سوق الأوراق المالية من نوعين: أولهما السوق الأولى هو سوق الإصدار الذى تبـاع فيه الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية, أي السوق الذى تباع فيه الأدوات الماليـة لأول مـرة سواء عند تأسيس الشركة أو عند زيادة رأس مالها والأسواق الأولية هى عادة أسـواق منظمـة, إذ تقوم الأسواق المختصة في الدول بتنظيم عملية إصدار الأوراق المالية وشروط الإصدار والجهات التي يرخص لها بهذا الإصدار, وايضا حقوق والتزامات كل من الجهات المصدرة للأوراق الماليـة والمستثمرين والمدخرين الذين يشترون تلك الأوراق [2].

وثانيهما: السوق الثانوى أو سوق التداول وفيه يتم تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولى وهذا السوق قد يكون منظم أو غير منظم, و يكون السوق منظم إذ كان لها مكان محدد يلتقى فيه المتعاملون, وتحكمه قوانين وأنظمة وتشرف عليه هيئات لهـا نظامهـا الخـاص, وتتداول فيه الأوراق المالية المستوفية لشروط معينة والمسجلة في جداول رسمية, حيث لا يجـوز تداول أي ورقة مالية أخرى غير مسجلة وعلى هذه السوق الثانوية المنظمـة يطلـق إسـم سـوق الأوراق المالية أو البورصة.

أما السوق غير المنظم (السوق الموازية) فهو ذلك السوق الذي ليس له نظام رسـمي وإنمـا يغلب عليه الطابع العرفي, وليس له مكان محدد لإجراء المعاملات, ويتم التعامل فيـه مـن خـلال شبكة اتصالات قوية. تليفونات وفاكس وأطرافه حاسب آلي ....إلخ. تربط بين التجار والسماسرة والمستثمرين, ووفقاً لظروف العرض والطلب تحدد الأسعار في هذا السوق, ويتم التعامل فيه على أوراق مالية غير مسجلة في البورصات وذلك من خلال الوسطاء والسماسرة خارج البورصـات, وهؤلاء السماسرة هم الذين صنعوا هذا السوق ، ومع ذلك فلا يوجد ما يمنع من تعامل هذا السوق بالأوراق المالية المسجلة بالسوق المنظم .

---

[1] قبل انشاء سوق عمان المالى في عام 1976 م كان سوق الأوراق المالية الأردنى في شكله البدائى غير المنظم يقوم على التعامل باسهم الشركات المساهمة القائمة في ذلك الوقت من خلال عدد من المكاتب العقارية الصغيرة الموجودة في المدن الرئيسية في المملكة, والتي كانت تمارس أعمال الوساطة المالية دون أن تكون أسعار معلنة للأسهم وصفقاتها مما جعل عملية البيع والشراء مكلفة للبائع والمشترى, وجعل التقلب في الأسعار كبيرا, وفي عام 1976م تم انشاء سوق عمان المالى (بورصة عمان) وافتتح رسميا بتاريخ 1978/1/1 م .

[2] عبد الحميد, عاشور عبد الجواد, بعض جوانب النظام القانونى في اسواق رأس المال, دار النهضة العربية, القاهرة, مصر, طبعة 1995 م, ص 3 .

ويقوم السوق الثانوي على نوعين من المتعاملين الأول أعضاء السوق والثاني المتدخلون في السوق, وغالباً ما تتألف عضوية السوق من فئات ثلاث:

أولها: الوسطاء (السماسرة), ففي جميع أسواق الأوراق الماليـة تـشمل عـضوية الـسوق الوسطاء, إذ تتفق التشريعات على أنه لا يجوز تداول الأوراق المالية في السوق إلا عـن طريـق وسطاء مرخصين للقيام بذلك, يكتسبون صفة التاجر, ويجب أن تتوافر فيهم تلـك الـشروط التـي ترسمها التشريعات, وقد يكون الوسيط شخصاً طبيعياً أو معنوياً .

وثانيها: التجار (المضاربون) وهم أشخاص طبيعيون أو شركات تعمل على تحقيق الأربـاح عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية وذلك بإبرام الصفقات لحسابهم, وتوجـد هـذه الفئـة مـن الأعضاء في الولايات المتحدة الأمريكية, فالتجار هناك يمارسون مهمة مزدوجـة حيـث يقومـون بدور الوسيط الذي ينفذ العملية لحساب عملائه, ودور التاجر الذي ينفذ العملية لحسابه الخاص .

وثالثها: المصدرون وهم الشركات والمؤسسات التي تصدر أوراقاً مالية وتطرحها لأول مرة للتداول في السوق بنفسها أو بوساطة بنوك ومؤسسات متخصصة.

وما تجدر ملاحظتة أن الفئات السابقة قد تتداخل أحياناً فيجمع العضو بـين صـفتي الوسـيط والتاجر أو التاجر والمصدر, كما أنه ليس كل أسواق رأس المال تشمل عضويتها هذه الفئات إذ قد تقصر عضوية سوق رأس المال, بينما تجمع عضوية السوق في الولايات المتحدة الأمريكية بـين فئتي الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخري يحددها مجلس مفوضي الهيئة[1], على أن تتوافر فيهم تلك الشروط التي حددتها المادة (8) من النظام الـداخلي لبورصـة عمـان لـسنة 2004[2].

أما المتدخلون في السوق فهم عملاء السوق الذين يتدخلون لإعطاء أوامـر البيـع والـشراء كالمدخرين والمستثمرين والأفراد وشركات الاستثمار وأي شخص آخر متى كان أهلاً للتصرف[3], ومع ذلك يحظر المشرع الفرنسي دخول البورصة على أولئك الأشخاص الـذين يـصدر بحقهـم عقوبات سالبة للحرية في جريمة مخلة بالشرف أو بسبب تدخلهم في وظائف الوسطاء المعتمدين.

---

[1] مادة 7 من النظام الداخلى لبورصة عمان لسنة 2004 م .

[2] تتمثل هذه الشروط بما يلى: 1-أن يكون وسيطا يحمل رخصة سارية اتلمفعول لممارسة العمل. 2-المؤهلات العلمية والمعرفة والخبرة الكافية لدى ادارته وموظفيه وممارسة العمل كعضو في البورصة. 3-البنية التقنينية اللازمة لضمان قيامـه بـإجراء عمليات التداول من خلال أنظمة البورصة بشكل سليم وملائم ودون انقطاع. 4-أن يعمل لديه معتمدان على الأقل لممارسة أعمال الوساطة المالية.

[3] عبد الحميد, عاشور عبد الجواد, بعض جوانب النظام القانوني لأسواق رأس المال, المرجع السابق, ص81.

هذا وتعددت التعريفات التي أطلقت على بورصة الأوراق المالية (سوق الأوراق الماليـــة, إذ عرفها البعض بأنها عبارة عن مكان يلتقي فيه المشترون والبائعون خلال ساعات معينة من النهار, للتعامل في الصكوك المالية الطويلة الأجل , ويتم فيها مبادلة تلك الصكوك برؤوس الأموال المراد استثمارها فيها "[1]. وعرفها آخر بأنها سوق منظمة تقام في مكان ثابت, يتولي إدارتها والإشــراف عليها هيئة لها نظامها الخاص, تحكمها لوائح وقوانين وأعراف وتقاليد, يؤمها المتعاملون بالأســهم والسندات من الراغبين في الاستثمار والناشدين الاستفادة من تقلبات الأسعار وتنعقد جلساتها يوميـــاً حيث يقوم الوسطاء الماليون بتنفيذ أوامر البائعين والمشترين".

وقد وضعت للتداول في بورصة الأوراق المالية التشريعات اللازمة التي تمكن مـــن ســـرعة التداول وحمايته من عبث العابثين, وتأخذ التشريعات الحديثة بمبـــدأ تـــداول الأوراق الماليـــة فـــي الأسواق المالية (البورصة) باعتبارها قيوداً ،أي بمعني تجريد الأوراق المالية من صيغتها المادية.

ويشترط لتداول الأوراق المالية في البورصة, أن تكون مودعة لدي مركـــز إيـــداع الأوراق المالية, وأن تكون مدرجة في البورصة. ولبيان تداول الأوراق المالية في البورصة فإننا سنقـــسم هذا المبحث إلى مطلبين نبين في الأول إيداع الأوراق المالية لدي مركز الإيـــداع, وفـــي الثـــاني عمليات بيع وشراء الأوراق المالية.

---

[1] حسن، عبد الباسط وفاء محمد, بورصة الأوراق المالية ودورها في تحقيق أهداف تحول مشروعات قطاع الأعمال إلى الملكيـــة الخاصة, دار النهضة العربية, القاهرة, مصر طبعة سنة 1996 م, ص15.

المطلب الأول

إيداع الأوراق المالية لدي مركز الإيداع

"تخضع المعاملات التي ترد على الأوراق المالية المدرجة في البورصة إلى جملة من التشريعات، منها قانون الشركات التجارية وقانون التجارة والتشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية، واستنادا لهذه التشريعات يشترك لصحة ونفاذ هذه المعاملات عدد من الشروط، منها أن يتم التداول في الأوراق المالية التي سبق إدراجها ضمن سوق رسمي مرخص من جهة حكومية"[1]. كما تشترط تلك التشريعات أن تتم عمليات تداول الأوراق المالية من خلال شركات وساطة مالية لديها الخبرة في هذا المجال، ومرخص لها بموجب تشريعات خاصة.

وتمتاز عمليات بورصة الأوراق المالية بميزتين أساسيتين: أولهما هي عدم معرفة المتعاملين بالأوراق المالية لبعضهم بعضاً, كونهم يوجهون أوامرهم بالبيع والشراء إلى وسطائهم الماليين الذين ينفذون نيابة عنهم تلك العمليات, وثانى الميزتين: أن أثر تلك العمليات لا يتعلق بالمتعاملين في الأوراق المالية فحسب إنما يتعداهم ليشمل كل من يحمل نوع الورقة المالية التي جرى عليها التعامل, ومن ثم لينتقل اثرها إلى الحياة الإقتصادية بشكل عام, وبالتإلى يتطلب الأمر خضوع البورصة لرقابة السلطات العامة في الدولة .

وهناك جملة من المعاملات التي ترد على الأوراق المالية، تبدأ بإدراج (إيداع) الأوراق المالية في البورصة، وعادة ما تكون الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات والجهات المخولة قانوناً بالموافقة على إدراج الأوراق المالية, وتوجد في بعض الدول شركات مخولة قانونا بعملية الإدراج (الإيداع)، وتكون متخصصة في هذه المهمة, بالإضافة إلى مهامها في قيد المعاملات التي ترد على الأوراق المالية المدرجة وتسوية الحسابات الناتجة عن عمليات التداول.

"ويعتبر مركز إيداع الأوراق المالية مؤسسة ذات نفع عام, لا تهدف إلى تحقيق الربح, ونتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري, وله بهذه الصفة تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة ، والقيام بجميع التصرفات القانونية اللازمة لتحقيق أهدافه, ويتولي إدارة هذا المركز مجلس إدارة ومدير تنفيذي متفرغ, وتكون العضوية في هذا المركز إلزامية للشركات

---

[1] راجع القانون 7 لسنة 2010 الكويتي, قانون الأوراق المالية الأردنى رقم 76 لسنة 2002م .

المساهمة العامة والمصدر العام والشخص الاعتباري المرخص له بممارسة أعمـــال الوســـيط لحسابه والحافظ الأمين وكذلك أي جهة أخري يحددها مجلس إدارة المركز"([1]).

ويقوم مركز الإيداع بتسجيل الأوراق المالية وحفظ ونقل ملكيتها وإيداع هذه الأوراق وإجراء التقاص والتسوية عليها, ويعتبر هذا المركز في الأردن هو الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة هذه الأعمال والمهام [(2)].

ويقصد بإيداع الأوراق المالية توثيق ملكية الأوراق المالية المسجلة والبيانات الخاصـــة بمالكيهـــا, وتثبيت أي قيود ملكية عليها لدي مركز الإيداع وفقاً لتعليمات تسجيل وإيداع الأوراق المالية وتسويتها.

أما بالنسبة للأوراق المالية التي تكون غير موثقة وغير قابلة للإيداع, فهى تلك الأوراق التي لـــم تستوفي شروط الايداع, وهنا يتعين على الجهة المصدرة الاحتفاظ بسجل أو أكثر يـــدون فيـــه أســـماء مالكى الأوراق المالية غير المودعة والبيانات الخاصة بهم وعدد الأوراق المالية التي يملكها كل مـــنهم, وعمليات التحويل التي تجرى عليها, وقيود الملكية عليها, وأي بيانات أخرى يراها مركز الإيداع لازمة وضرورية , ويجب على الجهة المصدرة إعلام مركز الإيداع فورا بأي تغيير تحدثـــه علـــى ســـجلات مالكى الأوراق المالية غير المودعة, كما تلتزم الجهة المصدرة باستكمال إجراءات ايداع تلـــك الأوراق المالية لدى مركز الايداع مع تزويد المركز بالمعلومات والبيانات اللازمة لإيداع تلك الأوراق .

وبذلك يتضح أن نظام الايداع المركزى للأوراق المالية يهدف إلى تجميع الأوراق المالية وحفظها مركزياً, والتعامل عليها من خلال قيود دفترية أو الكترونية وليس من خلال صكوكها الورقية, حيث يفتح حساب أوراق مالية لكل مودع يقيد فيه ما يملكه من أوراق, ويتم إرسال كشف حساب يبين رصـــيد مـــا يملكه من الأوراق المالية المودعة في الحساب بصفة دورية أو بناء على طلب, وعند قيام المودع ببيـــع بعض أوراقه المالية فإن ذلك يتم عن طريق النقل من رصيد حسابه إلى رصيد حساب المـــشترى, دون حاجة إلى تسليم و تسلم الصكوك المادية للأوراق المالية محل العملية[(3)].

وأخيرا فإن مركز ايداع الأوراق المالية وإن كان لا يتعامل مع العملاء مالكى الأوراق المالية وإنما يكون تعامله مع الأشخاص الأعضاء فيه, إلا أن تسجيل الأوراق المالية لدى مركز الإيداع يتم باســـماء مالكيها, إذ يتعين على المركز أن يحتفظ ضمن قاعدة بياناته بحسابات الأوراق المالية, وهذه الحـــسابات تتضمن البيانات والمعلومات الخاصة بمالكى الأوراق المالية .

([1]) راجع القانون 7 لسنة 2010 الكويتي, قانون الأوراق المالية الأردنى رقم 76 لسنة 2002م

[(2)] بينت المادة 2 من قانون الأوراق المالية الأردنى المقصود بالمصدر العام, وهو المصدر الذى قدم إلى هيئة الأوراق المالية نشرة إصدار أصبحت نافذة لديها, أما الوسيط المالى فهو الشخص الذى يمارس شراء الأوراق المالية وبيعها لحساب الغير, أما الوسيط لحسابه فيقصد به الشخص الذى يمارس شراء اللأوراق المالية وبيعها لحسابه الخاص مباشرة من خلال السوق, وأخيرا الحافظ الأمين وهو الشخص الاعتبارى الذى يمارس أعمال الحفظ الأمين للأوراق المالية .

[(3)] م (2, 3) من تعليمات وتسجيل الأوراق المالية وتسويتها, أنظر عبد الحميد, عاشور عبد الجواد, دور البنك في خدمـــة الأوراق المالية , المرجع السابق, ص 138.

المطلب الثاني

عمليات تداول الأوراق المالية المدرجة في البورصة

يترتب على إدراج الأوراق المالية في البورصة آثار هي :-

(1)- اندماج الأوراق المالية من ذات النوع والإصدار والعملة لجميع المستثمرين ولا يحق لأي طرف التمسك بحق أو الالتزام على أوراق بذاتها, بحيث تتحول تلك الأوراق المدرجة من أوراق معينة بذاتها إلى أوراق مثلية معينة بنوعها, ويكون لصاحب الورقة المالية الحق في عدد معين من الأوراق المالية, وليس بأرقام معينة من تسلسلات الأوراق المالية[1].

(2)- يتم تزويد مالك الورقة المالية التي تم إدراجها وقيد العملية التي تمت عليها لصالحه, بيانا برصيده من الأوراق المالية, ويقوم هذا البيان مكان صكوك الأوراق المالية.

(3)- لا تتم عمليات تسليم وتسلم لصكوك مادية للأوراق المالية, وإنما تتم عمليات مقاصة وتسوية الحسابات بين البائعين والمشترين لتلك الأوراق[2].

وعلى أثر إدراج الأوراق المالية في البورصة يتم التعامل على تلك الأوراق بالبيع والشراء (التداول), ونتيجة لتلك العمليات تتم جملة من العمليات المرتبطة كأوامر صادرة من المستثمر إلى وسيطه المالي متضمنة طلبه بالبيع أو الشراء, ثم عمليات البيع والشراء التي تتم عن طريق الوسيط, وانتقال تلك الأوراق من حساب مستثمر لحساب مستثمر آخر وما يتبع ذلك من عمليات مقاصة وتسوية الحساب بين أطراف الصفقة .

أولا :- أنواع عمليات تداول الأوراق المالية :

يوجد نوعان من عمليات التداول على الأوراق المالية المدرجة في البورصة, وهى العمليات العاجلة, والعمليات الآجلة, ولكل منهما مفهومه وأحكامه الخاصة. حيث يقصد بالعمليات العاجلة: العمليات التي تتم في تاريخ محدد ويلتزم أطرافها بتنفيذها في الحال, وذلك بانتقال ملكية الأوراق المالية التي تمت بشأنها العملية من حِاب البائع إلى حساب المشترى, وبانتقال ثمنها من حساب المشترى إلى حساب البائع, في حال إجراء العملية في خلال مدة قصيرة لا تتعدى ثمان وأربعون ساعة من إبرام الصفقة[3].

---

[1] عبد الحميد، عاشور عبد الجواد, مرجع سابق, ص 142 – 143 .

[2] عبد الحميد، عاشور عبد الجواد, مرجع سابق, ص 143 .

[3] لطفي، أحمد محمد ، مرجع سابق ص213 ، ياسين ، محمد يوسف ، مرجع سابق ص 109 .

بينما يقصد بالعمليات العاجلة: العمليات التي تتم في البورصة في تـاريخ محـدد ويلتـزم أطرافها بتنفيذها في تاريخ لاحق يتفق عليه يسمى بيوم التصفية, يتم فيـه انتقـال ملكيـة الأوراق المالية من حساب البائع إلى حساب المشترى, وبانتقال الثمن من حساب المـشترى إلـى حـساب البائع, وغالبا ما يكون الغرض من هذه العمليات هو حصول المستثمر على الـربح المتمثـل فـي الفرق بين سعر الأوراق المالية في اليوم الذى تمت فيه الصفقة وسعرها في يوم التصفية[1].

ثانيا :- نظام تداول الأوراق المالية :

يخضع تداول الأوراق المالية إلى جملة من الشروط والإجراءات, فلا بـد أن يـتم هـذا التداول للأوراق المالية ضمن مكان معين هو بورصة الأوراق المالية, كما لا بد من أن يتم التداول على أوراق مالية مدرجة ومسجلة في البورصة, إضافة إلى أنه يجب أن يتم بواسطة وسيط مـالي هو عبارة عن شركة وساطة مالية مرخص لها من قبل الجهة المختصة بمزاولة أعمـال الوسـاطة المالية, لذلك سيتم التطرق إلى هذه الشروط في الفقرات التالية :-

(1)- التداول في بورصة أوراق مالية مرخصة :

حيث تتوافر فيه كافة مستلزمات الأمان والحماية اللازمة للمتعاملين في الأوراق المالية بالإضـافة إلى الرقابة المستمرة من قبل الأجهزة المختصة في البورصة[2].

(2)- التداول بالأوراق المالية المدرجة في البورصة :

حيث تنص على هذا الشرط التشريعات المنظمة لبورصات الأوراق المالية, بالشكل الذي يتم فيـه التعامل فقط على الأوراق المالية المدرجة في البورصة وفقا لشروط الإدراج المنصوص عليها في التشريعات المذكورة. بل حتى العمليات التي تتم خارج البورصـة يجـب أن تخطـر بهـا إدارة البورصة خلال مدة لا تتجاوز يومي العمل التاليين لعقد العملية[3].

---

(1) لطفي, أحمد محمد, مرجع سابق ص 257, ياسين, محمد يوسف, مرجع سابق ص 109 .

(2) الشمرى, طعمة, أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتى, بحث منشور في مجلة الحقوق, كلية الحقوق – جامعة الكويت, السنة السابعة, العدد الرابع, الكويت, ديسمبر 1983. ص 58, 59

(3) الشمرى, طعمة, أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتى, مرجع سابق ص 61, 62, وأنظر المادة 69 / ب من قانون الأوراق المالية الأردنى رقم 76 لسنة 2002 والمادة 328 من قانون التجارة الكويتى رقم 68 لسنة 1980, والمادة 31 مـن القرار الوزارى في شان إصدار اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية الصادر بتاريخ 1983 .

(3)- التداول بواسطة وسيط مالي مرخص :

حيث يشترط لصحة ونفاذ عملية البيع والشراء للأوراق المالية أن تتم من خلال وسيط مإلى, هــو عبارة عن شركة مرخص لها بنشاط الوساطة في الأوراق المالية ولديها الخبرة الكافية للقيام بهــذا النشاط, وتتقاضى نتيجة ممارستها لهذا النشاط عمولة رسمية على الصفقات التي تتوسط فيها.

وتعد شركات الوساطة المالية من أهم وأخطر المؤسسات العاملة في البورصة كونها قد تقرر لهــا بموجب القانون مرونة واسعة في عقد الصفقات على الأوراق المالية بيعاً وشراءً لصالح عملائهــا وكذلك احتكار العمولة على جميع عمليات التداول في الأوراق المالية التي تتدخل فيها لــصالحهم, لذلك فقد قرر المشرع عليها جملة من الالتزامات ســواء منهــا الالتزامــات بــصفتها تــاجر, أو الالتزامات والواجبات كونها وكيلا عن المستثمر.

ويذهب الفقه في تكييف العلاقة القانونية التي تربط كل من الوسيط المــالي وعملائــه فــي ظــل معاملات الأوراق المالية على أنها علاقة وكالة, فهو يقوم بشراء وبيــع الأوراق الماليــة لحــساب عملائه وبالتالي فهو مسئول تجاههم بواجب المقدرة والعناية المعتادة في هذا الخــصوص, وعليــه واجب تنفيذ أوامر عملائه وتعليماتهم بكل دقة دون أي أخطاء وبأمانة، وإذا ما أخطأ هــو أو أحــد تابعيه فيسأل عن ذلك الخطأ ويتحمل ما لحق عميله من خسائر, كما يجب على الوســيط النــصح وإرشاد عملائه على اى عمليات قد يقدم عليها العميل ويرى الوسيط وجوب تجنبها, ويجــب علــى الوسيط الامتناع عن تحقيق أية أرباح من عمليات داخلية [1].

كما يجب على شركات الوساطة المالية وممثليها الالتزام بالتشريعات المنظمة لبورصــات الأوراق المالية وخاصة منها المتعلقة بالالتزام بالإفصاح والشفافية في تنفيذها لأوامر عملائها وبإبلاغ إدارة السوق والهيئة العامة للأوراق المالية بشكل خاص بكل ما من شانه أن يمثل خرقاً لهــذا الواجــب, وأن تلتــزم بالعناية والحرص في مزاولة أعمال الوساطة المالية المرخص لها به وفقا لمعيار الرجل الحريص.

ثالثا :- دور سلطان الإرادة في المعاملات الواردة في الأوراق المالية :

يرى أنصار مبدأ سلطان الإرادة أو للإرادة السلطان الأكبر في إنشاء العقد, وكذلك فيمــا يترتــب عليه من آثار, ويستوي في ذلك حتى في الإجراءات القانونية خارج نطاق العقد, ويرون في الفــرد أنه غاية ومرتكز النظام الاجتماعي, لذا فإن الجميع مسخرون لخدمته, وهو لا يستكمل شخصيته إلا بحريته بل أن مظهر هذه الشخصية هي الإرادة الحرة المستقرة[2].

---

[1] جابر, محمد صالح, مرجع سابق, ص 87.

[2] السنهورى, عبد الرزاق أحمد, الوسيط في شرح القانون المدنى, الجزء الأول , (نظرية الالتزام بوجه عام – مصادر الالتزام), تنقيح المستِار / أحمد مدحت المراغى, منشاة المعارف – الاسكندرية – مصر 2004, ص120.

ويعد هذا الموقف من أنصار مبدأ سلطان الإرادة تطرفا عندما جعلوا للإرادة سلطانا مطلقا خلافا للواقع, إلا أن المنطق هو أنه لا سلطان في الإرادة في القانون العام بما فيها التشريعات المالية, حتى في نطاق القانون الخاص وبالتحديد في أحكام الالتزامات للمتعاقدين نرى أنها محدودة بقيود النظام العام والآداب, كما يضعف أثرها في بعض العقود التي تضع نظماً ثابتة كما في الجمعيات والشركات والنقابات[1].

ومن وجهة نظرنا فإنه ليست للإرادة سلطان في المعاملات الواردة على الأوراق المالية المدرجة في البورصة إلا بالقدر الذى يتعلق بإصدار المستثمر لأوامر الشراء أو البيع إلى وسيطه المالي ليقوم بدوره في إيصال الأمر إلى إدارة البورصة أو الجهة المنفذة لهذا الأمر, بل أكثر من ذلك فإن إرادة المستثمر لا تتدخل في اختيار الطرف الآخر من المعاملات, بسبب أن أى من الطرفين يجهل شخصية الطرف الآخر وذلك ضمان لشفافية المعاملة .

وبالرغم من خضوع تحديد الأسعار في البورصات بشكل عام وبورصة الأوراق المالية بشكل خاص إلى جملة من العوامل الاقتصادية والسياسية والقانونية وغيرها من العوامل الأخرى, إلا أنها في جميع الأحوال تخضع لتنظيم المشرع في جميع تفاصيلها, بسبب أهميتها لاقتصاديات الدول, لذلك أولى المشرعون في جميع الدول اهتمامهم وعنايتهم بوضعهم القواعد القانونية المنظمة للبورصة, ولجميع مرافقها وأنشطها, ومنها موضوع الإفصاح والشفافية .

رابعا :- أوامر العملاء :

سبقت الإشارة إلى أن عمليات التداول في الأوراق المالية المدرجة في البورصة بين المتعاملين فيها تتم خلال وسطاء ماليين, هم عبارة عن شركات متخصصة بمباشرة هذا النشاط, هو نشاط السمسرة أو الوساطة في الأوراق المالية, وتتم عمليات التداول بتوجيه المتعاملين أوامر خاصة بالبيع والشراء إلى نظام التداول من خلال وسطائهم الماليين, ليباشروا بدورهم إتمام عمليات البيع والشراء لحساب عملائهم ، لذلك فإن هذه الأوامر هى بمثابة تفويض صادر من المستثمر ليخول بموجبه وسيطة المالي في إجراء عملية بيع أو شراء لأوراق مالية بكيفية معينة[2].

(1)- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ: تنقسم بدورها إلى كل من الأمر المحدد السعر, وأمر السوق, والأمر بسعر الافتتاح, والأمر بسعر الإقفال, وأمر الإيقاف, وأمر الإيقاف المحدد.

---

(1) المرجع السابق ص 125.

(2) عرفت المادة 23 من قرار لجنة سوق الكويت للأوراق المالية رقم 1 لسنة 1984 في شأن قواعد ونظم تداول الأسهم بالسوق (الأمر الخاص) بأنه " الأمر الذى يتضمن عرضاً لبيع كمية من الأسهم لا يقل عددها ووحداتها عما تحدده إدارة السوق من وقت لآخر, بشرط أن تكون صادرة عن شركة واحدة ومملوكة لشخص واحد أو بالاشتراك مع أحد أبويه أو زوجته أو ابنائه " .

أ- الأمر المحدد السعر: وهو الأمر الذي يحدد فيه العميل السعر الذي يرغب به في بيع أو شراء ورقة مالية معينة طالباً من وسيطه المالي التنفيذ بالسعر الذي حدده له, دون أن يعطى له اى مجال في الحيدة عن هذا السعر.

ب- الأمر بسعر السوق: وهو الأمر الذى يطلب فيه العميل من وسيطه المالي بيع أو شراء أوراق مالية معينة بأفضل سعر يمكن أن يجرى عليه التعامل في البورصة ، دون أن يحدد العميل في الأمر الصادر منه لوسيطه المالي سعر الورقة المالية المراد بيعها أو شرائها[1].

ج- الأمر بسعر الافتتاح: ويطلب فيه العميل من وسيطه البيع أو الشراء بالسعر الذى تفتتح فيه جلسة التداول[2].

د- الأمر بسعر الإقفال: ويطلب فيه العميل من وسيطه البيع أو الشراء بسعر مقارب للإقفال, وينتهي هذا الأمر بإنتهاء جلسة التداول[3].

هـ- أمر الإيقاف: ويطلب فيه العميل من وسيطه البيع أو الشراء إذا بلغ السعر حدا معيناً أو تجاوزه, فيتحول عند ذلك إلى سعر السوق[4].

ى- أمر الإيقاف المحدد: ويحدد فيه العميل لوسيطه البيع بأحد سعرين يتراوح بينهما صعودا ونزولا, دون أن يتخطاهما سواء في الشراء أم في البيع[5].

(2)- الأوامر المحددة لوقف التنفيذ: وتشتمل على أربع صور من الأوامر, وهى الأوامر المحددة المدة, والأوامر المفتوحة المدة, وأوامر التنفيذ في الحال, وأوامر التنفيذ على الإلغاء، وهى كما يلى:-

أ- الأمر المحدد المدة: ويحدد فيه التعامل تاريخا معينا لانتهاء سريانه، بشرط عدم تجاوز هذا التحديد تاريخ اليوم الأخير في الشهر. ب- الأمر المفتوح المدة: يبقى هذا الأمر سارى المفعول حتى يتم تنفيذه أو يقرر المستثمر إلغائه[6] .ج- أمر التنفيذ في الحال: ويتم فيه تنفيذ الكمية الممكنة على السعر المحدد للأمر مباشرة, ولإلغاء الكمية المتبقية غير الممكنة. د- أمر التنفيذ على الإلغاء: ويتم على أساس تنفيذ كامل الكمية التي يحددها المستثمر في الأمر وعلى السعر المحدد فيه أو إلغائه في حالة عدم إمكانية تنفيذ الكمية كاملة[7].

وهناك من الأوامر ما يجمع بين سعر التنفيذ ووقت التنفيذ وهى الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة, والأمر المفتوح في حدود سعر معين[8].

---

(1) ياسين, محمد يوسف, مرجع سابق, ص 102 .

(2) الحمراني, صالح راشد, مرجع سابق ص 334 .

(3) المرجع السابق ص 334 .

(4) هندى, منير ابراهيم, الأوراق المالية وأسواق رأس المال, مرجع سابق, ص 131 .

(5) المرجع السابق ص 133 .

(6) هندى, منير ابراهيم, الأوراق المالية وأسواق رأس المال, مرجع سابق ص 129. .

(7) المرجع السابق.

(8) هندى, منير ابراهيم, الأوراق المالية وأسواق رأس المال, مرجع سابق ص 130

كما يوجد الأمر اليومى, وهو الأمر الذى يظل ساريا حتى موعد الإقفال في يـوم التـداول الذى صدر خلاله الأمر.

كما توجد أنواع أخرى من الأوامر, ومنها على سبيل المثال الأوامر المرتبطـة, ويقـصد بهـا أن يصدر أمر شراء مثلا من عميل إلى نظام التداول من خلال وسيطه المالي علـى أن يـربط هـذا الشراء بعملية بيع لأوراق معينة يملكها والعكس صحيح [1].

وهناك ايضا الأمر حسب مقتضى الحال أو التقديرى, وهو الأمر المتضمن تفويضاً مـن العميـل لوسيطه المالي في البيع أو الشراء حسب التقدير الشخصى للوسيط, وقد يكون هذا التفويض مطلقـاً من حيث نوع الورقة المالية وسعرها وقت تنفيذ الأمر, كما قد يكون مقيداً بورقة معينة بينما يتـرك للوسيط الحرية في توقيت التنفيذ والسعر, ويمتاز هذا الأمر بمنح الوسيط قدر كبير مـن المرونـة بالشكل الذى يمكنه من التصرف بسرعة دون انتظار لأوامر العميل[2].

وهناك تقسيمات أخرى للأوامر الصادرة من العملاء على وسطائهم, منها تقسيم الأوامر من حيث الكمية إلى الأمر وفق وحدة التداول الكسرية, والأمر من وحدة التداول الكـسرية, وهنـاك تقـسيم للأوامر من حيث مرونتها للأمر المشروط, والأمر البديل, والأمر الملغى, والأمر المتدرج [3].

<u>خامسا :- نظام المقاصة والتسوية :</u>

تتم على أثر كل عملية بيع أو شراء لأوراق مالية مدرجة في البورصة عمليات مقاصة وتـسوية للحسابات المتداولة لأطراف الصفقات التي تمت, وذلك لغرض تحديد حقوق والتزامات الوسـطاء الماليين المفوضين من قبل الأطراف, وتسوية المراكز الناشئة عن عمليات التداول بين أطراف تلك الصفقات, ثم إتمام عملية نقل ملكية الأوراق المالية التي تمت عليها الصفقات من حـساب مـستثمر لحساب مستثمر آخر[4].

ويقوم نظام المقاصة والتسوية الذي يحكم الآثار القانونية لعمليـات تـداول الأوراق الماليـة فـي البورصة على المبادئ الآتية :-

أ- تنفيذ الالتزامات الناشئة عن الصفقات بمعرفة الوسـطاء المـاليين, وبإشـراف المقاصـة فـي البورصة.

---

[1] ياسين, محمد يوسف, مرجع سابق ص 103, 104 .

[2] هندى, منير ابراهيم, الأوراق المالية وأسواق رأس المال, مرجع سابق ص 134 .

[3] صالح راشد الحمرانى, مرجع سابق ص339 – 347 .

[4] فضلى, هشام, تداول الأوراق المالية والقيد في الحساب, مرجع سابق, ص 63 .

ب-إن العلاقات تتم ما بين العميل ووسيطه المالي حلقة أولى، والوسيط المالي وإدارة المقاصة والتسوية, حلقة ثانية وهكذا إلى جميع صفقات البيع والشراء, وليس بين عميل وعميل آخر وما بين وسيط ووسيط آخر .

ج-إن من الثابت أن انتقال ملكية الأوراق المالية بما فيها أسهم الشركة المدرجة التي يتم التداول على أوراقها المالية من مستثمر إلى مستثمر آخر منذ تاريخ قيدها في سجل الأسهم لدى تلك الشركة, إلا أن ذلك لا يؤثر في استحقاق المشترى لريعها من تاريخ حصول عملية البيع للسهم.

وفي هذه المناسبة يثور سؤال هام حول الوقت الذى يستحق فيه المستثمر لريع الورقة المالية التي قررت الشركة توزيع الأرباح فيها, هل هو المالك للورقة المالية أم المالك الحالي ؟

عندما يقرر مجلس إدارة الشركة المصدرة توزيع الأرباح سواء منها النقدية أو منح الأسهم فيحدد ذلك القرار تاريخ استحقاق المساهمين لتلك التوزيعات بالشكل الذى لا يعطى مجالاً للشك في تحديد الأشخاص المستحقين لتلك الأرباح ..

إلا أن المشكلة قد تثور عندما يحدث خطأ في انتقال ملكية الورقة المالية وثمنها بين طرفي الصفقة, بصرف النظر عن مصدر ذلك الخطأ سواء صدر من اى من الوسيطين أو كلاهما بأن حدث تأخير من الوسيط في تنفيذ الأمر الصادر له من موكله (المستثمر), أو إذا كان مصدر الخطأ هو إدارة المقاصة في البورصة أو من شركة المقاصة بأن تراخت في تسوية الحسابات بين الطرفين, وفي هذه الحالة تتحمل الجهة التي ارتكبت الخطأ المسئولية عن الأضرار التي تعرض لها المستثمر نتيجة ذلك الخطأ, ويحق المستثمر التعويض عندها وفقاً لقواعد المسئولية العقدية إذا كان الوسيط هو مصدر الخطأ تجاه عميله المتضرر, أو وفقاً لقواعد المسئولية التقصيرية إذا كان مصدر الخطأ هو طرف آخر كإدارة المقاصة في البورصة أو شركة المقاصة .

الفصل الأول

ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية وأهميته ونطاق تطبيقه

شاع في الفترة الأخيرة استخدام مصطلح الإفصاح والشفافية في وسائل الإعلام المختلفة سواء من قبل أهل الاختصاص أو المتعاملين في سوق الأوراق المالية أو من المتابعين إلا أن أغلب هؤلاء قد لا يدرك معنى مبدأ الإفصاح والشفافية من الناحية القانونية ولا مضمونه أو محتواه أو الحقوق أو الواجبات اللصيقة بهذا المبدأ ذلك أن أغلب المتعاملين في سوق الأوراق المالية يهدفون في المقام الأول من دخولهم إلى جني الأرباح دون الإطلاع على كثير من المصطلحات الخاصة بالسوق وماهية العمليات التي تتم فيها وبالتالي يعرضون أنفسهم لخسائر فادحة [(1)] ونظراً لأهمية هذا المبدأ الذي يجد أساسه القانوني في مبدأ حسن النية الذي يستلزم الإفصاح عن المعلومات والبيانات, فإننا سوف نتناول في هذا الفصل شرحه ببيان ماهية مبدأ الإفصاح والشفافية وأهميته في مبحث أول ونطاق تطبيقه في مبحث ثان والمعلومات الخارجة عن نطاق الالتزام بالافصاح والشفافية في مبحث ثالث.

---

(1) العثمان, جمال عبدالعزيز ــ الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة ــ دار النهضة العربية طبعة 2010 ص 123

المبحث الأول

ماهية الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية وأهميته

تلعب المعلومات دوراً حاسماً في التأثير على قرارات المتعاملين بسوق الأوراق الماليــة, سواء بالبيع أو الاحتفاظ بالأوراق المالية, لذلك كان لزاماً على المشرعين أن يسنوا من التشريعات ما تضبط تداول هذه المعلومات وتنظم الإفصاح عنها بما يحقق الشفافية في تداول تلك المعلومــات واستغلالها بالشكل الصحيح وبالشكل الذي يحقق أيضاً المساواة في استغلالها بين جميع الأطــراف ويمنع أي تعاملات تنطوي على استغلال لتلك المعلومات على حساب الجمهور[1].

لذلك سنوضح مفهوم كل من الإفصاح والشفافية في مطلب وأهميته في مطلب ثان:

(1) انظر في هذا المعنى: العثمان, جمال عبدالعزيز, الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق الماليــة المتداولــة فــي البورصة, دار النهضة العربية طبعة2010 ص6.

المطلب الأول

المقصود بالإفصاح والشفافية وأهميتهما

يقصد بالإفصاح لغة الفصاحة وتعني البيان، ويقال رجل فصيح وكلام فصيح أي بليغ، ولسان فصيح أي طليق. وفصاحة الرجل أي انطلاق اللسان بكلام صحيح واضح، ويقال أفصح الصبح أو أفصح الأمر أي وضح وبدأ في الظهور وتعني إفشاء وكل ما يكشف عنه.[(1)]

أما اصطلاحاً فقد عرفه بعض الباحثين بأنه " تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بما فيها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم بنشر وإعلان البيانات والمعلومات والتقارير المتعلقة بنشاطاتها وأوضاعها المالية والاقتصادية وتقديمها بصفة دورية, وكذلك في الحالات الاستثنائية للجهات المشرفة والرقابية بما فيها الهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصات، وحملها إلى علم الجمهور وبشكل خاص إلى المساهمين الحاليين أو المحتملين وغيرهم، وبكافة الوسائل التي تمكنهم من الاطلاع عليها [(2)].

وعرفه باحث آخر بأنه " إظهار القوائم المالية جميع المعلومات الأساسية التي تهم الفئات الخارجية عن المشروع بحيث تعينها على اتخاذ القرارات الرشيدة "[(3)].

وأرى أن الالتزام بالإفصاح التزام قانوني يتم بموجبه إيصال المعلومات والبيانات المالية الهامة أو التي تؤثر على القيمة السوقية للورقة المالية إلى جميع المتداولين أو المستثمرين في ذات الوقت, وألا يكون الحصول عليها من قبل مجموعة مختارة من المستثمرين قبل غيرهم.

وبذلك نستطيع أن نفرق بين الإفصاح وما يشتبه به من مفاهيم مثل الالتزام بالنصيحة الذي يشترط في أنشطة معينة منها الأنشطة الاقتصادية والتجارية المختلفة إذ إنهما يلتقيان في أن كليهما ناتج عن علاقة قانونية بين طرف ملتزم وطرف متلقي, بالإضافة إلى أن كليهما يتضمن معنى الإعلام أو الإخبار من الطرف الملتزم به إلى الطرف المتلقي[(4)]، ويختلفان أن أصل الالتزام

---

(1) انظر الرازي، محمد بن أبي بكر بن عبدالقادر (مختار الصحاح) دائرة المعاجم في مكتبة لبنان ص211.

(2) محمود, عصام حنفي, التزام الشركات بالشفافية ــ دار النهضة العربية القاهرة مصر 2006 ص19, البربري, صالح الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية ط1ــ مركز المساندة القانونية ــ القاهرة ــ مصر 2001 ص18 ــ عبدالسلام، صفوت الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية, دار النهضة العربية القاهرة, مصر 2006 ص 8-9

(3) الهبيل, جمال خالد عبدالقادر, مدى ملائمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن, رسالة ماجستير, كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية, جامعة آل البيت, عمان الأردن 2003 ص59.

(4) انظر في هذا المعنى العثمان, جمال عبدالعزيز, مرجع سابق, ص 130.

بالنصيحة هو الاتفاق بين الطرفين أما الالتزام بالإفصاح فمصدره القانون هذا من جهة ومن جهة أخرى أن الملتزم بالنصيحة عادة ما يتقاضى أجر أما الملتزم بالإفصاح فيؤدي واجبه مجاناً.

كذلك نستطيع أن نفرق بين الالتزام بالإفصاح والالتزام بالتبصير أن الأول مصدره القانون أما الالتزام بالتبصير فقائم على علاقة تعاقدية بين طرفين على محل معين, كما أن الجهات الملزمة بالالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية متعددة وتتعدد كذلك الجهات المستفيدة منه بينما الالتزام بالتبصير تكون أطرافه محددة بأشخاص معدودين مرتبطين بعلاقة تعاقدية فيما بينهم .

أما الشفافية فيقصد بها لغة ما لا يحجب ما وراءه (شف) عليه ثوبه بالكسر (شفيفاً) أي رق حتى يرى ما تحته (وشفوفاً) أيضا, وتحدث بشفافية أي بوضوح تام ويقصد بكل الشفافية والكشف [1] .

أما اصطلاحاً فقد عرف بعض الباحثين الشفافية في سوق الأوراق المالية بأنها تعهد الجهات المصدرة للأوراق المالية بتوفير المعلومات والبيانات الحقيقية غير المضللة عن نشاطاتها ووضعها تحت تصرف المساهمين والمستثمرين والجهات المشرفة والرقابية على بورصة الأوراق المالية, بطريقة تتفق والمعايير المحاسبية المعترف بها دولياً, وعدم حجب المعلومات عن تلك الجهات وتمكينهم من الاطلاع عليها, عدا تلك التي يكون من شأنها المساس بمصالح الجهة المصدرة فيجوز الاحتفاظ بسريتها [2].

وأرى بأن الشفافية هي واجب قانوني بموجبه تلتزم الجهات المصدرة للأوراق المالية بإيصال المعلومات والبيانات كاملة ومكتوبة لجميع المساهمين والمستثمرين في نفس الوقت وعبر القنوات الرسمية دون تشويهها بتجزئتها أو إظهارها غامضة.

بالإضافة إلى حظر التعامل بالأوراق المالية بناءً على معلومات داخلية لأغراض شخصية أو إفشائها للغير بأي شكل من الأشكال[3], مقابل منفعة معينة أو بدونها.

---

(1) انظر الرازي, محمد بن أبي بكر, مرجع سابق, ص 144

(2) محمود, عصام حنفي, التزام الشركات بالشفافية والإفصاح, مرجع سابق ص 7 البربري, صالح ــ الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق ص18

(3) راجع في تفصيل ذلك كتاب الملحم, أحمد عبدالرحمن, حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية (دراسة بمقارنة) ط1, جامعة الكويت لجنة التأليف والتعريب والنشر, مجلس النشر العلمي دولة الكويت 1998ــ

المطلب الثاني

أهمية مبدأ الإفصاح والشفافية

يعد مبدأ الإفصاح والشفافية أحد أهم المبادئ التي تقوم عليها أسواق الأوراق المالية بشكل عام في مختلف دول العالم لعدة أسباب نوردها فيما يلي:

1. "نظراً للتطور التقني والفني في أسواق الأوراق المالية وتراكم الخبرات البشرية اختلفت تكتيكات المتعاملين في السوق بشكل واضح, حيث أصبحوا يعملون وفق صيغ جامدة لتوقيتات البيع والشراء وشاع بينهم مصطلحات الهندسة المالية, وبالتالي فإن النماذج الرياضية المصممة لقياس درجة الخطر إذا لم تكن معتمدة على معلومات صحيحة ستنتهي إلى نتيجة أن كثيراً من الأوراق المالية آمنة, بينما هي في واقع الأمر في منتهى الخطورة، وبناءً على ما تقدم فإن النماذج الرياضية المستخدمة حالياً من المتعاملين أو الرسوم البيانية القائمة عليها والتي تقدم نتائج محددة حول مدى مناسبة توقيت الشراء والبيع, ونقاط الدعم والمقاومة وقياس معدل دوران السهم مما يساهم في اتخاذ القرار الاستثماري السليم بالاستثمار من عدمه ستؤدي إلى استنتاجات خاطئة إذا كانت تلك النماذج قائمة على معلومات غير صحيحة, وهو ما يؤدي إلى اضطراب السوق, باختصار لا يمكن لهذه الصيغ الرياضية أن تقدم تقييماً مناسباً للمخاطرة للمتعاملين في الأسواق عندما يتم تسميم هذه الصيغ بمعلومات غير صحيحة أو لا تتسم بالشفافية والصدق". ([1])

وتكمن أهمية الإفصاح والشفافية أنها تمكن المستثمرين من مراقبة استثماراتهم وحمايتها مما يساعدهم على اتخاذ قراراتهم الاستثمارية السليمة ونلاحظ أنه كلما زادت درجة الإفصاح كلما اعتبر السهم قوياً ولا يتأثر بالمعلومات السلبية[(2)].

2. "أن الجانب الأكبر من المتعاملين في سوق الأوراق المالية هم من صغار المستثمرين ونظراً لضعف القدرات الفنية لهؤلاء نتيجة خلفيتهم المتواضعة في مجال التحليل المالي فهم عادة لا يهتمون بالعوامل الأساسية في التحليل والتقييم وقياس التدفقات النقدية المستقبلية وغيرها من مبادئ التمويل التي يجب أن يتم استخدامها في تحليل الأسهم, ومن ثم فإنهم لا يدركون حجم المخاطر التي يمكن أن تحيط بهم في ظل سوق مال تغيب فيها الشفافية والإفصاح أو يصعب فيها وصولهم إلى مصادر تلك المعلومات الداخلية ولذلك نجد أغلبية صغار المستثمرين يميلون إلى إستراتيجية سلوك القطيع ويتم ذلك في سوق الأوراق المالية من خلال تكثيف عمليات البيع عندما تميل الأسعار نحو التراجع

([1]) د. سقا ، محمد ابراهيم ، مقال منشور في الموقع الالكتروني www.alphabita.argam.com تاريخ 2010/1/18

(2) انظر بدوي، بلال عبد المطلب، الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية، دراسة مقارنة في القانونين المصري والإماراتي، دار النهضة العربية، القاهرة، 2006م، ص 6.

أو تكثيف عمليات الشراء عندما تميل الأسعار نحو الارتفاع, أو من خلال تقليد بعض الشخصيات أو كبار المستثمرين أو المؤسسات المالية الرئيسية أو ما يطلق عليهم صناع السوق, فإذا كان المتعاملون في السوق بهذه الكيفية يمكن تضليلهم بسهولة وذلك عندما ينحرف المتعاملون الرئيسيون أو صناع السوق عن أهدافهم الرئيسية". ([1])

"والأثر المدمر لهذه الممارسات على أي سوق للأوراق المالية هو انهيار ثقة المتعاملين فيه, ففي حال تعرض صغار المستثمرين لخسائر حادة نتيجة ممارسات غير قانونية فإنها ستؤدي إلى عزوف هؤلاء المستثمرين عن الدخول مرة أخرى إلى البورصة نظراً لحالة انعدام الثقة التي ستكون لدى هؤلاء حول السوق بشكل عام, وبمعنى آخر فإن توفير الشفافية وضمان الإفصاح يؤديان إلى تعزيز ثقة المتعاملين بالسوق, ويرفع من مستوى كفاءة السوق بالمعنى الفني".([2])

3. "أن أي سوق للأوراق المالية لا تلتزم بمبادئ الإفصاح والشفافية تكون اقرب إلى صالات المضاربة أو القمار منها إلى كونها ساحات للاستثمار لان ارتفاع معدل دوران السهم يؤدي في النهاية إلى انهيار السوق لا محالة فهذا السهم أو الورقة المالية أشبه ما يكون بكرة لهب كل متعامل يلقيها على الآخر حتى تقع بمن لا يجيد فن هذه اللعبة أو لا يجد من يتلقاها منه فتهوي به نزولاً وتتدهور قيمتها السوقية حيث أن قصر متوسط فترة الاحتفاظ بالسهم تعد من مسببات طفرة التداول والأسواق المالية ا صبحت الآن أكثر تقلباً ومن ثم فإنها في حاجة الآن أكثر من أي وقت مضى للالتزام بمبدأ الافصاح والشفافية".([3])

4. "إن التلاعب بأسعار الأوراق المالية أو المضاربة غير المشروعة, أو إشاعة الأخبار الكاذبة والعمل على نشرها لتوجيه لسوق نحو اتجاه محدد إلى غير ذلك من الممارسات غير القانونية يمثل جريمة لابد أن يعاقب عليها القانون بصرامة لكي يمنع من تسول له نفسه من القيام بذلك, ولكي يحمي السوق من الممارسات غير القانونية مثل تسريب الأسرار أو استخدام معلومات داخلية غير متاحة لجمهور المستثمرين لتحقيق أرباح غير طبيعية أو غيرها من الممارسات التي ترفع درجة عدم استقرار السوق وتحول دون أدائه وظيفته الأساسية كوسيلة لتعبئة مدخرات الجمهور وتوجيهها نحو الاستخدامات الاستثمارية الصحيحة وليس نحو المضاربة, ومن ثم فان قوانين الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية ينبغي أن تكون شاملة وتسد كل الثغرات التي يمكن أن تسمح باختراق السوق على نحو يضر باستقرارها". ([4])

([1])د. سقا ، محمد ابراهيم ، مقال منشور في الموقع الالكتروني www.alphabita.argam.com تاريخ 2010/1/18

([2]) المرجع السابق

([3]) المرجع السابق

([4]) المرجع السابق

5. "إن قوانين الإفصاح والشفافية التي تضمن استقرار السوق،ستعمل على تقليل الحاجة إلى تدخل الدولة من وقت إلى آخر لضمان استقراره ،إذ غالبا ما تُدعى الدولة إلى التدخل في حال حدوث انهيار في سوق الأوراق المالية وتراجع مستويات الثقة بها،وذلك حفاظا على مصالح المتعاملين فيها وخاصة صغار المستثمرين وذلك من خلال إنشاء محافظ استثمارية مناسبة لإنقاذ السوق من التردي, وعندما تتوافر الموارد المالية للدولة يسهل تكوين مثل هذه المحافظ، أما عندما تشح موارد الدولة تعجز عن التدخل على النحو المنشود ما يزيد من عدم استقرار السوق، أما عندما تكون السوق مقننة بحزمة متكاملة من قوانين الإفصاح والشفافية المدعمة بالعقوبات الصارمة في حالة المخالفة ،فإن احتمالات تعرض السوق للتقلب تقل ويكون منطقيا متفقا مع التحليلات المالية والفنية والنماذج الرياضية،ومن ثم تقل تكلفة تدخل الدولة في السوق من الناحية المالية".([1])
6. "إن قوانين الإفصاح والشفافية ستسهل التعرف على اتجاهات أداء السوق بشكل أدق، ومن ثم يسهل تحليل مسببات ما يدور في السوق أسباب الارتفاع الحاد أو التدريجي وكذلك أسباب الهبوط الحاد أو التدريجي لورق مالية معينة أو للسوق عموماً , وبالتالي يسهل تحديد استراتيجيات التعامل مع تداعيات عدم استقرارها , أما عندما تتغير الأسعار لأسباب غير مفهومه وتجرى تعاملات لا تدرى من أين مولت أو إلى أين ستذهب ، فان أبواب التلاعب بالسوق ستفتح على مصراعيها وتكون النتيجة ضياع ثروات الناس لمصلحة المتلاعبين بالسوق, وبناءً على ذلك فإن أفضل وسيلة لمنع تسرب المعلومات الداخلية هو فرض ضرورة إتاحتها على نحو متساوٍ لجموع المتعاملين في البورصة ، بحيث تكون هذه المعلومات متوازنة ومحايدة وخالية من أي تحيز أو أهداف شخصية أو بحيث يؤدى إلى تحقيق أرباح عادلة للجميع".([2])
7. "أي أزمة مالية غالباً ما تتحول إلى أزمة اقتصادية من خلال انتقال أثرها إلى الجهاز الإنتاجي في الاقتصاد نظرا لانتشار التوقعات التشاؤمية وتشابك العلاقات المالية والملكيات بين الشركات في الدولة الأمر الذي يرفع من معدلات البطالة وازدياد حالات الفقر".([3])

هذه ابرز الأسباب التي تبين أهمية الالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية سواء للأجهزة الحكومية في الدولة, أو للجمهور سواء المتعاملين أو غير المتعاملين, أو أهميته بالنسبة للجهات المصدرة للأوراق المالية ذلك أن تلك المعلومات تمثل الواقع الحقيقي والمركز الحقيقي لمستوى أداء تلك الشركات وتقيم ما يصدر عنها من أوراق ويسمح بتطوير نفسها بتعزيز نقاط القوة لديها ومعالجة نقاط الضعف ،وتظهر أهميته أيضا بالنسبة لمراجعي حسابات الجهات المصدرة, وأجهزة الإعلام.

([1])المرجع سابق
([2]) المرجع السابق
([3]) المرجع السابق

المبحث الثاني

نطاق تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية

تمهيد وتقسيم:

لما كان مبدأ المساواة مكفول دستورياً بين المتماثلين في المراكز القانونية فان الهدف من فرض الالتزام بالإفصاح والشفافية هو تحقيق المساواة بين كافة المساهمين والمستثمرين لا فرق بين كبارهم وصغارهم.

وحيث أن محل الالتزام بالإفصاح والشفافية هي المعلومات والبيانات المتعلقة بالأوراق المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية فكلما توافرت هذه المعلومات لجميع المستثمرين سواء كانوا مساهمين بالشركة أو خارجها في نفس الوقت كاملة عبر القنوات الرسمية دون تشويهها بتجزئتها أو إظهارها غامضة كلما كانت فرصهم متساوية وكان قرارهم الاستثماري صائباً, خاصة إذا عرفنا أن المتعاملين بالأوراق المالية لا يعرفون بعضهم بعضاً ولا يلتقي أحدهم الآخر لأنهم يوجهون أوامرهم بالبيع والشراء إلى وسطائهم الماليين الذين ينفذون نيابة عنهم تلك العمليات.

والالتزام بالإفصاح والشفافية ليس مجرد التزام أو واجب قانوني تتحمله جهة معينة في نطاق سوق الأوراق المالية فقط أو في مرحلة معينة فقط بل أن هذا الالتزام يمتد إلى عدة جهات وخلال مراحل حياة الشركة أو الجهة المصدرة منذ تأسيسها وحتى اتخاذ القرار بحلها .

لذلك سنتناول نطاق تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية وحدود تطبيقه من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول: المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها قبل إدراج الأوراق المالية في السوق

المطلب الثاني: المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها بعد إدراج الأوراق المالية في السوق

المطلب الثالث: الأطراف المعنية بالإفصاح والشفافية عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية

المطلب الأول

المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها قبل إدراج الأوراق المالية في السوق

تمر الشركة المساهمة بعدة مراحل قبل إدراجها في سوق الأوراق المالية تبدأ من تأسيس الشركة ثم الاكتتاب في أسهمها ثم تخصيص هذه الأسهم للمكتتبين، وتقرر التشريعات المختلفة الإفصاح الدائم والمستمر عن جملة من البيانات والمعلومات خلال هذه المراحل بحيث يتمكن المستثمرون من اتخاذ قراراتهم في الاستثمار بالأوراق المالية المطروحة من عدمه.

ويقصد بتأسيس الشركة القيام بالأعمال المادية والقانونية اللازمة لإخراج الشركة إلى حيز الوجود كشخص قانوني مستقل عن أشخاص الشركاء[1].

"وقد اشترط المشرع الأردني في المادة (90) من قانون الشركات الأردني أن لا يقل عدد المؤسسين عن أثنين كأصل عام، أما المشرع الكويتي فقد اشترط في المادة (70) من قانون الشركات التجارية أن لا يقل المؤسسين عن خمسة أشخاص كأصل عام".

وسنستعرض فيما يلي موقف كل من المشرعين الأردني والكويتي من مبدأ الإفصاح والشفافية في مرحلة تأسيس الشركة وطرح أسهمها للاكتتاب.

أولاً: موقف المشرع الأردني:

(أ) مرحلة تأسيس الشركة:

"اوجب المشرع الأردني أن يتضمن عقد تأسيس الشركة, اسم الشركة و مركزها الرئيسي وغايتها وأسماء مؤسسيها وجنسياتهم وعناوينهم المختارة للتبليغ وعدد الأسهم المكتتب بها و رأس مال الشركة المصرح به والمكتتب به فعلاً و بيان بالمقدمات العينية في الشركة إن وجدت وقيمتها و فيما إذا كان للمساهمين وحاملي إسناد القرض القابلة للتحويل حق أولوية للاكتتاب في أي إصدارات جديدة وكيفية إدارة الشركة والمفوضين بالتوقيع في الفترة ما بين تأسيسها واجتماع الهيئة العامة الأول الذي يجب أن يعقد خلال ستين يوماً من تاريخ تأسيس الشركة وتحديد أسلوب وشكل طريقة دعوة مجلس إدارة الشركة للاجتماع, كما أوجب المشرع على المؤسسين أن يضعوا نظاماً للشركة يوضح الأحكام التفصيلية التي يتفق عليها المؤسسون لإدارة الشركة وكل ما يتعلق بنشاط الشركة منذ تأسيسها وحتى انقضائها". [2]

---

(1) العكيلي, عزيز الوسيط في الشركات التجارية دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة والخاصة ص191.

(2) انظر الفقرة (ب) من المادة 92 من قانون الشركات الأردني

"بعدها يقوم المؤسسين بتقديم طلب بتأسيس الشركة إلى مراقب الشركات على نموذج معد لهذا الغرض مرفقاً به عقد تأسيس الشركة و نظامها الأساسي و أسماء مؤسسي الشركة و محضر اجتماع المؤسسين المتضمن انتخاب لجنة المؤسسين التي تتولى الإشراف على إجراءات التأسيس وتحديد صلاحية التوقيع عن الشركة خلال مدة التأسيس و اسم مدقق الحسابات الذي اختاره المؤسسون لمرحلة التأسيس". [1] "ثم يقيد هذا الطلب لدى مراقب الشركات مع ذكر تاريخ تقديمه ويتولى مراقب الشركات دراسة عقد التأسيس ونظام الشركة وأنهما لا يخالفان القانون ولا النظام العام والآداب ويتأكد من الجدوى الاقتصادية لمشروع الشركة وأمانة المؤسسين وكفاءتهم حرصاً على أموال المكتتبين من عمليات النصب والخداع والتضليل التي تهدد أموالهم , وخلال ثلاثين يوماً يرفع المراقب تقرير لوزير التجارة الذي يصدر قراره برفض أو قبول تسجيل الشركة خلال ثلاثين يوما من رفع التقرير وإلا عد الطلب مقبولاً ضمنياً" .[2]

(ب) مرحلة الاكتتاب :

بعد موافقة السلطة المختصة بتأسيس الشركة المساهمة بنشر قرارها بالجريدة الرسمية على نفقة المؤسسين, يقوم المؤسسون وخلال مدة معينة من صدور قرار التأسيس بالبدء بالمرحلة الثانية من عمر الشركة وهي مرحلة الاكتتاب لتجميع الجزء الأكبر من رأس المال [3]. وحيث أن من متطلبات التأسيس أو زيادة رأس المال أو الخصخصة إصدار نشرة الاكتتاب أو نشرة الإصدار كما تسمى في الأردن للجهة المصدرة للأوراق المالية, وإعلان مفرداتها للجمهور بشكل تكون فيه متاحة ومتوفرة للكافة وتحتوي على معلومات وبيانات محددة, مما يسهل للجمهور الاطلاع عليها لاتخاذ القرار في الاستثمار بالأوراق المالية المطروحة للاكتتاب من عدمه [4].

ونظرا للأهمية البالغة لنشرة الإصدار وما يجب أن تحتويه من معلومات وبيانات واجب الإفصاح عنها اوجب المشرع الأردني بمقتضى الفقرة (ب) من المادة 99 من قانون الشركات أن تتم دعوة الجمهور للاكتتاب العام بأسهم الشركة المساهمة العامة من خلال نشرة إصدار نظم أحكامها وما يشتمل عليها من بيانات قانون الأوراق المالية رقم 76لسنة 2002 وتعليمات إصدار الأوراق

(1) انظر المادة92/أ من قانون الشركات الأردني.

(2) انظر المادة94/أ من قانون الشركات الأردني.

(3) العثمان, جمال عبد العزيز, مرجع سابق ص 149 .

(4) المرجع السابق ص 147

المالية وتسجيلها لسنة 2005 بالاستناد لأحكام المادتين (12/ف) و(123/ب) من قانون الأوراق المالية بموجب قرار مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية رقم (2005/446).

فقانون الأوراق المالية نظم أحكام نشرة الإصدار وما يجب أن تحتويه من معلومات وبيانات تحت عنوان "الإفصاح" حيث فرض على أي شخص يريد أن يقوم بأي عرض عام أن يتقدم بنشرة إصدار إلى الهيئة ومرفق بها جميع المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري ويصدر المجلس تعليمات يحدد فيها المعلومات والبيانات الواجب تضمينها في نشرة الإصدار وإرفاقها بها.

"على أن يتم عرض الأوراق المالية بنشرة إصدار أو بإعلان يتضمن ملخصاً عن نشرة الإصدار وأي معلومات أو بيانات تتطلبها الهيئة أو تسمح بها بموجب التعليمات التي يصدرها المجلس أو مادة مكتوبة مرفقة مع نشرة الإصدار أو تسبقها على أن تكون نشرة الإصدار قد أصبحت نافذة و لا يعتبر بيع الأوراق المالية, بموجب العرض العام, ملزماً للمشتري إلا إذا تسلم نسخة من نشرة الإصدار النافذة" [(1)].

"كما حدد المشرع المعلومات والبيانات التي تقدم مرفقة بنشرة الإصدار والواجب الإفصاح عنها والتي تتمثل في أي اتفاقية أو اتفاقيات تم إبرامها مع مدير الإصدار و الرأي القانوني المتعلق بقانونية الإصدار وعقد تأسيس المصدر إذا كان شركة مساهمة عامة أو شركة مساهمة خاصة ونسخة من نظامها الأساسي وأي مستندات لها علاقة بهذه الشركة و المستندات التي بموجبها تم تأسيس الشركة المصدرة أو الإعلان عنها إذا كان المصدر شركة ذات مسئولية محدودة و عقد الشراكة أو عقد التأسيس وأي وثيقة أخرى تتعلق بتنظيمها إذا كان المصدر شركة أو شكلاً أخر, ونسخة من الاتفاقيات الأساسية والوثائق الرسمية التي تؤثر في أسعار الأسهم أو الإسناد أو أدوات الدين التي عرضت أو التي سيتم عرضها و جميع العقود التي تحتوى على معلومات جوهرية, ولا يشترط الإفصاح عن مضمون أي جزء من أي من تلك العقود, إذا رأت الهيئة أن الإفصاح عن هذا الجزء قد يؤدي إلى أضعاف قيمة العقد وأنها غير ضرورية لحماية المستثمرين و الاتفاقيات المعقودة بين المصدر ووكيل الدفع والحافظ الأمين للأوراق المالية محل العرض"[(2)], ويجوز للهيئة طلب أي معلومات أو بيانات إضافية وإرفاقها بنشرة الإصدار .

"ويجوز لمجلس الهيئة الإعفاء من تقديم نشرة إصدار إذا كان عدد المستثمرين الذين يوجه العرض العام إليهم محدوداً ولديهم القدرة على تقييم مخاطر الاستثمار وتحملها أو إذا كانت الأموال المنوي تحصيلها بواسطة العرض محددة أو إذا كان الإفصاح المقدم للمستثمرين دقيقاً وكافياً لاعتباره بديلاً لنشرة الإصدار "[(3)].

---

(1) انظر المادة 34 من قانون الأوراق المالية رقم 76لسنة 2002.

(2) انظر المادة 35 من قانون الأوراق المالية رقم 76لسنة 2002.

(3) انظر المادة 36 من قانون الاوراق المالية رقم 76لسنة 2002.

"كما أوجب المشرع أن تقدم نشرة الإصدار وفقاً للأنموذج الخطـــي أو الالكترونـــي الـــذي تحدده الهيئة موقعاً من كل من رئيس مجلس الإدارة أو رئيس هيئة المديرين وكل من المدير العـــام أو المدير التنفيذي والمدير المالي للمصدر بالإضافة إلى توقيع غالبية المؤسسين إذا كانت الـــشركة في مرحلة التأسيس و غالبية أعضاء مجلس إدارة المصدر إذا كان شركة مساهمة عامة أو شـــركة مساهمة خاصة و مدير الإصدار أو مديرو الإصدار، حسب مقتضى الحال وكذلك مدقق الحـــسابات المنتدب الذي صادق على صحة التقارير المالية المرفقة بالنشرة" (1).

كما يجوز للمجلس أن يحدد صيغة أو شكلاً معيناً للتوقيع الالكتروني لاعتماده يكون مساوياً في حجيته للتوقيع الخطي " وتصبح نشرة الإصدار علنية بمجرد تقديمها إلى الهيئـــة التـــي تلتـــزم بتمكين الجمهور من الاطلاع على نشرة الإصدار وغيرها من المعلومات المقدمة التـــي تـــساعدهم على اتخاذ قرارهم بالاستثمار بالورقة المالية المطروحة من عدمه(2).

"كما يجب على المصدر إعلام الهيئة, خطياً أو الكترونياً, بأي تغيير يطرأ على المعلومات الـــواردة في نشرة الإصدار حال حدوثه سواء تم إعلان نفاذ النشرة أو لم يتم"(3).

"كما تقوم الهيئة بمراجعة نشرة الإصدار والمعلومات المرفقة بها لتحديد فيما إذا كانت هذه النـــشرة تحقق متطلبات القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات ذات الصلة والتأكد مـــن صـــحتها ودقتهـــا وكفايتها فإذا تبين أن هذه المعلومات لا تتفق مع متطلبات القانون أو تتعارض مع المصلحة العامـــة وحماية المستثمرين أو تتضمن بيانات غير صـــحيحة أو غيـــر دقيقـــة أو مـــضللة أو لا تتـــضمن معلومات جوهرية تمكن المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري فانه يجوز للهيئـــة رفـــض نـــشرة الإصدار أو تعليق نفاذها" (4).

أما تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها فقد تضمنت تفصيلاً للأحكام التي نصت عليها مـــواد قانون الأوراق المالية المشار إليها آنفاً ــــ فالمادة الخامسة من هذه التعليمات توجب على كل مصدر يرغب بإصدار أوراق مالية التقدم إلى الهيئة بطلب لتسجيل تلك الأوراق مرفقاً به نشرة إصـــدارها المعدة من قبل الشركة وفق الملحق المرفق بهذه التعليمات .

"فالفقرة (ب) من المادة الثامنة من قانون الأوراق المالية المؤقت رقم 76 لسنة 2002، جعلت مـــن هيئة الأوراق المالية تنظيم العروض العامة لشراء أسهم الشركات المساهمة العامة.وتطبيقا لأحكـــام

(1) انظر المادة 37 من قانون الاوراق المالية رقم 76 لسنة 2002
(2) انظر المادة 38 من قانون الاوراق المالية رقم 76 لسنة 2002
(3) انظر المادة 40 من قانون الاوراق المالية رقم 76 لسنة 2002
(4) انظر المادة 41 من قانون الاوراق المالية رقم 76 لسنة2002

هذه الفقرة وضعت الهيئة أنموذج نشرة الإصدار التي ألحقت كملحق يحمل رقم (1) في التعليمات التي أصدرتها الهيئة والمشار إليها آنفا.وعلى ذلك يتعين على الشركة أن تعد نشرة الإصدار وفق متطلبات هذه الأنموذج وتقديمها إلى هيئة الأوراق المالية بحيث تتضمن النشرة المعلومات والبيانات التفصيلية المطلوبة،وللهيئة أن تطلب أية معلومات تساعد المستثمر على اتخاذ قراره بشأن الاستثمار ف الأوراق المالية المنوي إصدارها. وتعد الفقرة (أ) من المادة الثانية عشرة من التعليمات نشرة الإصدار نافذة بعد مرور ثلاثين يوما على إيداعها لدى الهيئة, إلا إذا أعلن مجلس مفوضي الهيئة نفاذها أو رفضها خلال هذه المدة، وللمجلس أن يحدد فترة تكون نشرة الإصدار نافذة خلالها, على أن يتم إعداد نشرة الإصدار من مدير إصدار مرخص من قبل الهيئة ويكون مدير الإصدار مسئولا عن إعداد النشرة وفقا لمتطلبات القانون، عملا بنص المادة (11) من التعليمات".

وعلى المصدر إعلام الهيئة خطيا أو الكترونيا بأي تغيير يطرأ على المعلومات الواردة في نشرة الإصدار حال حدوثه،سواء أتم إعلان نفاذ النشرة أم لم يتم عملا بحكم الفقرة (أ) من المادة 16 من تعليمات إصدار الأوراق المالية وتسجيلها،كما أن الفقرة (ب) من المادة ذاتها تجيز لمجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية،اتخاذ الإجراءات التي يراها مناسبة بما في ذلك وقف أو إلغاء العرض العام،إذا تبين للهيئة حدوث تغيير جوهري في البيانات الواردة في نشرة الإصدار أو استجدت معلومة جوهرية ولم يتم الإفصاح عنها في حينه.وإذا حدث تغيير جوهري على البيانات الواردة فى نشرة الإصدار أو استجدت أي معلومة جوهرية أثناء فترة العرض العام وقبل فترة الاكتتاب فعلى المصدر إعلام الهيئة بهذا التغيير وإعداد ملحق نشرة إصدار توافق عليه الهيئة لإرفاقه بنشرة الإصدار قبل البدء بعملية الاكتتاب أو البيع عملا بنص الفقر (ب) من المادة ذاتها.

"وإذا حدث التغيير الجوهري أو استجدت المعلومة الجوهرية أثناء فترة الاكتتاب العام فعلى المصدر تعليق الاكتتاب العام فورا أو إعلام الهيئة بذلك على أن يستأنف الاكتتاب العام بعد استكمال المصدر للإجراءات المحددة بالفقرتين (أ) و(ب) من هذه المادة،عملا بنص الفقرة (ج) من المادة ذاتها.وتوجب المادة الثانية عشرة من التعليمات أن يتم الاكتتاب من خلال نشرة الإصدار النافذة،وذلك بإعلان توافق الهيئة على صيغته وعلى البيانات والمعلومات التي يتضمنها،وعلى أن ينشر الإعلان في صحيفتين يوميتين محليتين على الأقل وذلك قبل مدة لا تقل عن سبعة أيام من التاريخ المحدد لبدء الاكتتاب أو البيع".([1])

([1]) راجع المادة 16 من تعليمات اصدار الاوراق المالية وتسجيلها

"ولا يجوز الإعلان عن نشرة الإصدار إلا بعد أن يقوم المؤسسون عند التوقيع على عقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي بتغطية كامل قيمة الأسهم التي اكتتبوا بها وتزويد مراقب الشركات بما يثبت ذلك،على ألا تزيد نسبة الأسهم المكتتب بها من قبل المؤسسين في البنوك والشركات المالية عن 50% من رأس المال المصرح به وألا يقل عدد المؤسسين عن خمسين شخصا، عملا بحكم الفقرة (أ) من المادة 99 من قانون الشركات.كما لا تجيز الفقرة(ب)من المادة ذاتها أن تزيد مساهمة المؤسس/المؤسسين فى الشركات المساهمة العامة الأخرى عن 75% من رأس المال المكتتب به".([1])

والغرض من هذه النشرة والبيانات التي تشتمل عليها إعلام الجمهور بالشروط الأساسية التي تقوم عليها الشركات ومركز المؤسسين فيها حتى يقبل على الاكتتاب وهو على بينة من الأمر،لذا توجب الفقرة (أ) من المادة السابعة من التعليمات على البنوك التي يجرى الاكتتاب لديها تسليم المكتتب نسخة من نشرة الإصدار قبل قبول طلب الاكتتاب.ويحمل المشرع المؤسسين وكل مسئول عن النشرة المسؤولية عن صحة البيانات التي تشتمل عليها نشرة الإصدار،فإذا تضمنت النشرة معلومات غير صحيحة وترتب على ذلك ضرر للغير ،كان المؤسسون وكذلك كل مسئول عن النشرة مسؤولين على وجه التضامن عن تعويض هذا الضرر،بل يتعرض المؤسسون وكل مسئول عن النشرة إلى العقوبات الجزائية إذا تعمدوا ذكر بيانات كاذبة أو مخالفة لأحكام القانون في نشرة الإصدار.

"ويستفاد هذا الأمر في قانون الشركات من المادة 282 التي تعاقب بالغرامة لكل مخالفة وأي حكم من أحكام قانون الشركات أو أي نظام أو أمر صادر بمقتضاه ، لم ينص القانون على عقوبة خاصة لها. كما يستفاد ذلك من المادة 110 من قانون الأوراق المالية التي تعاقب عن كل مخالفة لأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات الصادرة بمقتضاه، كما أن الفقرة (و) من هذه المادة تحمل المخالف المسؤولية عن تعويض أي شخص تضرر من جراء المخالفة بمقدار الخسارة التي تكبدها والربح الذي فاته". ([2])

وقد حدد الملحق الذي أعدته هيئة الأوراق المالية الخاص بالمعلومات الواجب تضمينها في نشرة إصدار الأسهم, وشروط وإجراءات الاكتتاب[3].

([1]) راجع المادة 99 من قانون الشركات الاردني

([2]) راجع المادة 110 من قانون الاوراق المالية الاردني رقم 76 لسنة 2002

(3) انظر نموذج هيئة الأوراق المالية الخاص بالمعلومات الواجب تضمينها في نشرة إصدار الأسهم, وشروط وإجراءات الاكتتاب

ثانيا: موقف المشرع الكويتي

(أ) مرحلة تأسيس الشركة:

"أما المشرع الكويتي التزاما منه بمبدأ الإفصاح والشفافية فقد أوجب أن يتضمن عقد تأسيس الشركة اسمها ومركزها الرئيسي والأغراض التي أسست من أجلها وأسماء الشركاء المؤسسين, الذين لا يجوز أن يقل عددهم عن خمسة, ويستثنى من ذلك الشركات التي تقوم الحكومة بتأسيسها فيجوز لها أن تنفرد بالتأسيس أو أن تشترك مع عدد أقل, كما يجب أن يتضمن عقد التأسيس مقدار رأس مال الشركة, وعدد الأسهم التي ينقسم إليها رأس المال وبيان عن كل حصة غير نقدية وجميع الشروط الخاصة بتقديمها واسم مقدمها وحقوق الرهن والامتيازات المترتبة على هذه الحصة, والمزايا التي تقرر للمؤسسين وأسباب هذه المزايا وبيان تقريبي لمقدار النفقات والأجور والتكاليف التي تؤديها الشركة أو تلتزم بأدائها بسبب تأسيسها". ([1])

(ب) مرحلة الاكتتاب

"أما مرحلة الاكتتاب فقد عالجها المشرع الكويتي في القانون رقم 2010/7 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال, حيث قرر أنه لا يجوز لأي شخص القيام بطرح أوراق مالية للاكتتاب العام أو الخاص ما لم تقدم لهذا الاكتتاب نشرة تتفق مع البيانات والإجراءات المنصوص عليها في هذه اللائحة وتصادق عليها الهيئة, ويجب الحصول على موافقة بنك الكويت المركزي إذا كان المصدر إحدى الجهات الخاضعة لرقابته". ([2])

ويجب أن تشتمل نشرة الاكتتاب على اسم الجهة المصدرة وعنوان مكتبها المسجل وتاريخ ومحل التأسيس واسم وعنوان وكيل الاكتتاب إذا كانت الجهة المصدرة ليست وكيل الاكتتاب وأسماء ووظائف أعضاء مجلس إدارة الجهة المصدرة وفترة الاكتتاب وبيان بأن نشرة الاكتتاب قد تم إعدادها طبقا للقانون وطبقاً لهذه اللائحة, وتم اعتمادها من الهيئة, وما يفيد الحصول على موافقة بنك الكويت المركزي على الإصدار بالنسبة للجهات الخاضعة لرقابته وبيان يفيد بأن الهيئة لن تكون طرفاً في أي دعوى خاصة بالأضرار الناشئة عن أي نشرة اكتتاب مسجلة بواسطة الهيئة, أما إذا كانت نشرة الاكتتاب تحتوي على بيان من خبير أو بيان مبني على رأي أُعِدّ من قِبل خبير, فإن نشرة الاكتتاب يجب أن تشير إلى أن الخبير قد أعطى موافقته وأن هذه الموافقة قد تم تقديمها للهيئة وأن الخبير لم يسحب تقريره قبل تقديم النشرة للتسجيل لدى الهيئة وأن تتضمن بصورة واضحة التنبيه التالي: " حول محتويات هذه الوثيقة ننصح بأن تستشير شخصاً مرخصاً له طبقاً

([1]) راجع قانون الشركات الكويتي رقم 15 لسنة 1960

([2]) راجع القانون رقم 2010/7 بشان انشاء هيئة سوق المال

للقانون ومتخصصاً في تقديم المشورة حول شراء الأسهم والأوراق المالية الأخرى قبل اتخاذ قرار الاكتتاب .

ويجب أن تتناول نشرة الاكتتاب بيانات الأشخاص المسؤولين عن نشرة الاكتتاب أسمائهم وعناوينهم ووظائفهم وإقرار من مجلس إدارة الجهة المصدرة, أو مجلس إدارة وكيل الاكتتاب, بأنهم يتحملون المسئولية عن عدم صحة البيانات التي تضمنتها نشرة الاكتتاب, وانه طبقاً لعلمهم واعتقادهم أن المعلومات الواردة في نشرة الاكتتاب تم إعدادها طبقا للحقائق, وأن نشرة الاكتتاب لم تغفل أي معلومات يمكن أن تؤثر على فحواها .

ويجب أن تحتوي نشرة الاكتتاب على عدد الأوراق المالية المطروحة والفئة التي تنتمي إليها وبيان الحقوق المتعلقة بالأوراق المالية كبيان توزيع الأرباح الخاصة بالجهة المصدرة خلال السنوات الخمس الماضية شاملة قيمة التوزيعات وصورها وإجراءات ممارسة حقوق الأولية المتعلقة بالأوراق المالية وبيان أي قيود على قابلية الأوراق المالية المطروحة للتحويل إلى صورة أخرى من صور الأوراق المالية وبيان ما إذا كانت الأوراق المالية المطروحة مدرجة في البورصة من عدمه وإعطاء وصف مختصر عن أية ترتيبات مستقبلية لتداول الأوراق المالية المطروحة, و الهدف الذي تسعى لتحقيقه وسلطة إصدار وطرح الأوراق المالية وإجمالي العائد المتوقع من الطرح وصافي الإيرادات المتوقعة بعد خصم المصروفات وتفاصيل استخدام عوائد الإصدار وبصفة خاصة بيان مجال استخدامها في المصروفات والرأسمالية وتخفيض الدين والاستحواذ ورأس المال العامل أو أي استخدامات أخرى وأسماء أي أشخاص مسؤولين عن تغطية الطرح في حالة وجود أوراق مالية غير مكتتب بها, وقيمة مصروفات الطرح أو القيمة التقديرية لها والمسئول عن السداد وإجراءات رد الأموال للمكتتبين في حال عدم قبول طلباتهم كلياً أو جزئياً وبيان الجدول الزمني لذلك وإسم وعنوان وكيل التحويل والفترة الزمنية لتسليم الأوراق المالية بعد التخصيص بالإضافة على ذلك بيان بالرأي الشرعي الذي أجاز الورقة المالية بالنسبة للأشخاص المرخص لهم العمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية .

إذا كانت الأوراق المالية عبارة عن أسهم, تكون الحقوق المتعلقة بها تحتوي على سعر طرح الأوراق المالية أو طريقة تحديد السعر والجدول الزمني لذلك والتصويت ومعدل ربحية السهم للمدى القصير والعائد على رأس المال عند تصفية الجهة المصدرة واسترداد القيمة وملخص لكل الموافقات اللازمة حول الاختلاف في أي من هذه الحقوق وكيفية الاكتتاب في الأسهم غير المكتتب فيها .

أما إذا كانت الأوراق المالية سندات أو صكوكاً, فإن الحقوق المتعلقة بها تحتوي على العائد المستحق الدفع وتاريخ الدفع وتاريخ سداد المبلغ الأصلي.

وفي حالة إذا كانت الأوراق المالية قابلة للتحويل يجب أن تحتوي على شروط وتواريخ استحقاق حامل الأوراق المالية القابلة للتحويل للحصول على الأوراق المالية الموعودة وإجراءات ممارسة الحقوق الخاصة بتلك الأوراق .

ويجب أن تشمل نشرة الاكتتاب الصادرة عن جهة الإصدار الشكل القانوني للجهة المصدرة والتشريع الذي أسست بناء عليه والتشريع الذي تعمل بموجبه مع ملخص الأحكام التي ينص عليها النظام الأساسي أو لوائح الجهة المصدرة الخاصة بتحديد أهدافها وحجم رأس المال المصرح به ورأس المال المدفوع وعدد الأسهم الموزعة على كل منهما وفي حال إصدار سندات بيان حدود الاقتراض المسموح بها للجهة المصدرة وعدد وتفاصيل أي أوراق مالية صادرة عن الجهة المصدرة سواء كانت مدرجة أم غير مدرجة بالبورصة, مع بيان شروط وإجراءات تحويلها وعدد الأسهم الموعودة بعد التحويل وعدد وتفاصيل أي أوراق مالية مدرجة أو غير مدرجة بالبورصة وتكون صادرة عن الجهة المصدرة ولا تمثل أسهم رأس المال, أما إذا كانت الجهة المصدرة عضواً في مجموعة, يتم تقديم وصف موجز للمجموعة وموقع الجهة المصدرة منها وأي معلومات عن الأشخاص الذين يمارسون الرقابة على الجهة المصدرة بصورة مباشرة أو غير مباشرة, وبيان أسماء المساهمين الذين يملكون أكثر من 5% من أوراق مالية يحق لهم التصويت في رأس مال الجهة المصدرة ونسبة ملكية كل منهم والبيانات المالية المدققة والمعتمدة من الجمعية العامة للجهة المصدرة خلال السنوات الثلاث السابقة لتاريخ الاكتتاب ويقدم أعضاء مجلس إدارة الجهة المصدرة بيان يثبت فيه التزام الجهة المصدرة بإعداد البيانات المالية المذكورة وفقا لقانون الشركات التجارية وقبول المسؤولية عنه.

"وفي حال انقضاء فترة تزيد على تسعة أشهر من تاريخ إعداد آخر تقرير مراقبي الحسابات، يدرج تقرير جديد لمراقبي الحسابات عن الفترة المذكورة متضمناً حالة سير الأعمال ووضع الأرباح والخسائر لدى الجهة المصدرة وبيان موافقته على نشر هذا التقرير في نشرة الاكتتاب وأنه يتحمل المسؤولية كاملة عنه, ووصفاً موجزاً للعقود الحالية أو المقترحة لأعضاء مجلس الإدارة مع الجهة المصدرة أو أي من الشركات التابعة لها والإفصاح عن العقود التي يكون لأي عضو من أعضاء مجلس إدارة الجهة المصدرة مصلحة شخصية فيها والسارية أثناء إصدار نشرة الاكتتاب وعدد ونسبة الأسهم المملوكة لكل عضو ومجلس إدارة للجهة المصدرة من رأس مالها وبيان نوع هذه الأسهم إن وجد والسيرة الذاتية لكل عضو من أعضاء مجلس إدارة الجهة

المصدرة الحاليين أو المقترحين وطبيعة أي علاقات أسرية بين أعضاء مجلس الإدارة و الإفــصاح عن أي منصب إداري آخر يشغله أي عضو مجلس إدارة أو عضو مجلس إدارة مقترح". ([1])

ويجب أن تتضمن نشرة الاكتتاب وصف الأنشطة الرئيسية للجهة المصدرة وأي عوامل استثنائية ذات أثر على أنشطتها وبيان حول اعتماد الجهة المصدرة على أي عمــلاء أو مــوردين محددين أو على أي حقوق براءة اختراع أو حقوق ملكية فردية أخرى أو تراخيص أو عقود خاصة تحظى أي منها بأهمية رئيسية في نشاط الجهة المصدرة وبيان للعوامل التي ترى الجهة المــصدرة أنها تعد بمنزلة مخاطر تواجه أي مستثمر في هذا الطرح والمعلومات التي تتعلــق بالاســتثمارات الجارية إن وجدت, والمعلومات الخاصة بأي إجراءات قضائية أو إجراءات تحكيم, ســواء كانــت سارية أم معلقة أوجارياً التحضير لها أو يتم اتخاذها من الجهة المصدرة أو ضــدها, أو ضــد أي عضو بمجموعة الجهة المصدرة, التي يكون لها أو ربما يكون لها تأثير كبير على الوضع المــالي للجهة المصدرة والبيانات الأساسية لجميع العقود الرئيسية وأطرافهــا, ســواء الخاصــة بالجهــة المصدرة أو الشركات التابعة لها خلال سنتين من تاريخ إصدار نشرة الاكتتاب ولا تــدخل ضــمن هذه العقود, العقود الاعتيادية لممارسة نشاطها.

ويجوز للهيئة عند تقديم الجهة المصدرة مشروع نشرة الاكتتاب، أن تحذف معلومات مــن نــشرة الاكتتاب يكون تضمنيها في النشرة مطلوباً طبقاً لهذه اللائحة، وذلك إذا قدرت الهيئة أن الإفــصاح عن هذه المعلومات سيتعارض مع المصلحة العامة.

"وتكون نشرة الاكتتاب نافذة بعد مضي ثلاثين يوماً من تاريخ تقــديمها للهيئــة مكتملــة المستندات والمعلومات والبيانات المطلوبة, ما لم تعلن الهيئة موافقتها أو رفضها كتابــة قبــل هــذا التاريخ, ويمكن تمديد الفترة المذكورة بموافقة مصدر الأوراق المالية , وعلى الجهة المــصدرة أن توفر النشرة للجمهور دون مقابل وعلى عنوان واضح في دولة الكويت". ([2])

"وللهيئة أن ترفض نشرة الاكتتاب في حال كون النشرة لا تتفق مــع أحكــام القــانون واللائحة التنفيذية أو تقديم النشرة دون أن تشفع بما يدل على سداد الرسم المقرر أو تخلف المصدر عن تقديم البيانات المالية المطلوبة بموجب القانون رقم 2010/7 أو أي نظــام أو لائحــة صــدرت بموجبه أو إحتواء النشرة على بيان غير صحيح أو ناقص و مضلل من شأنه التأثير علــى قــرار المكتتب الاستثماري".([3])

([1]) راجع البند 12 من المادة 375 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 2010/7 بشان انشاء هيئة سوق المال.
([2]) راجع المادة 377 من اللائحة التنفيذية قانون رقم 2010/7 بشان انشاء هيئة سوق المال.
([3])راجع المادة 379 من اللائحة التنفيذية قانون رقم 2010/7 بشان انشاء هيئة سوق المال.

المطلب الثاني

المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها بعد إدراج الأوراق المالية في السوق

تمهيد وتقسيم :

يقصد بالإدراج أو إيداع الأوراق المالية أنه نظام يهدف إلى جمع الأوراق المالية وحفظها مركزياً لدى جهة واحدة, هي عادة جهة تابعة للبورصة, وتوكل في بعض الدول إلى شركات متخصصة في هذا الإدراج, وبعد هذه المرحلة يتم التعامل على الأوراق المالية المدرجة من خلال قيود دفترية, حيث يتم لدى الجهة المقيد لديها تلك الأوراق فتح حساب لكل مستثمر بعدد ما يملك من أوراق مالية, وعندما يقوم المستثمر بإصدار أمر لوسيطه المالي ببيع بعض الأوراق المالية التي يملكها, فان ذلك يتم بواسطة النقل من رصيد حساب ذلك المستثمر إلى رصيد حساب المشتري من خلال حساب شركات الوساطة المالية دون أن تتم عملية تسليم وتسلم للصكوك التي تمثل الأوراق المالية محل عملية التداول .

ومن متطلبات إدراج الأوراق المالية في الأسواق أن يقدم طلب الإدراج مرفقاً به البيانات والمعلومات التي من شأنها أن تفصح عن الواقع الحقيقي للشركة أو تؤثر على مركزها المالي بحيث يستطيع المستثمر أن يتخذ قراره الصائب بالاستثمار في هذه الشركة من عدمه .

ومما تجدر الإشارة إليه في هذا الشأن النجاح الذي حققته سوق عمّان المالي وذلك بتحديدها النماذج التي يتعين على الشركات طالبة الإدراج تعبئتها بالمعلومات والبيانات المطلوبة في هذه النماذج والتي تفصح عن الواقع الحقيقي للشركة وتوفر كافة المعلومات التي يطلبها المستثمر في نشرات إصدار الأوراق المالية, كما قامت البورصة بإصدار دليل شامل للشركات المساهمة الأردنية.

وهناك عدة صور للإفصاح اللاحق عن المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها هي الإفصاح الدوري والإفصاح الفوري والإفصاح عن اجتماعات وقرارات الجمعية العمومية والإفصاح عن المصالح ونسب الملكية في الأوراق المالية والإفصاح عن العمليات المشبوهة بغسل الأموال وسنتناول هذه الصورة من خلال الأفرع التالية :

الفرع الأول

الالتزام بالإفصاح الدوري عن المعلومات والبيانات المالية

تفرض التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية في مختلف الدول على الشركات المدرجة في السوق أن تفصح بشكل دوري عن التقارير والبيانات والمعلومات والقوائم المالية الدورية المتعلقة بأنشطتها وتبين مركزها المالي, ويتميز هذا النوع من الإفصاح بأنه يتعلق بنوع من المعلومات التي لا تؤثر بشكل مباشر وسريع على سعر الورقة المالية, بل تؤثر على سعر الورقة بشكل بطئ "وثابت حتى تصل إلى سعرها العادل فهي تكشف عن حقيقة المركز المالي والاقتصادي للشركة.

لذلك نجد أن المشرع الأردني والكويتي قد ألزما كل جهة مصدرة أن تقدم إلى هيئة الأوراق المالية تقريراً سنوياً يتضمن البيانات المالية مصدقة من مراجع الحسابات وذلك خلال مدة لا تزيد عن ثلاثة أشهر من تاريخ إنهاء السنة المالية للشركة, مع إعداد تقرير نصف سنوي من قبل مجلس إدارة الشركة وتقديمه لهيئة الأوراق المالية". [1]

ويلتزم مجلس الإدارة بنشره خلال فترة لا تتجاوز شهر من تاريخ انتهاء تلك الفترة [2]، وكذلك تلتزم الجهات المدرجة في البورصة بتزويد هيئة الأوراق المالية بتقرير ربع سنوي مدقق من قبل مراجع الحسابات خلال شهر من انتهاء الربع المعين[3].

وتعد القوائم المالية أهم المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها دورياً لأنها تكشف الواقع المالي والاقتصادي الحقيقي للشركة أو المنشأة وتتضمن المفردات التالية[4]:

1- الميزانية العامة.
2- حساب الأرباح والخسائر.
3- قائمة الدخل.
4- قائمة تغيرات حقوق الملكية لدى المساهمين.
5- قائمة التدفقات النقدية.
6- السياسة المحاسبية وإيضاحات القوائم المالية.
7- تقرير صادر عن مراجع الحسابات.
8- ملخص نتائج أعمال الشركة أو المنشأة بالمقارنة مع الخطة المستقبلية الموضوعية مسبقاً.

---

(1) المادة 43 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76لسنة 2002 والمادة 3 من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة 2004 (الأردن) والمادة15 من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان.

(2) المادة 6 من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق 2004 الأردن.

(3) المادة 15/ب من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمّان

(4) انظر المادة 6،4 من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق لسنة 2004 الأردن.

الفرع الثاني

الالتزام بالإفصاح الفوري عن المعلومات الجوهرية المؤثرة على سعر الورقة المالية

يجب على الجهات المصدرة للأوراق المالية أن تفصح فوراً عن أي أحداث جوهرية طارئة تتعرض لها الشركة أو المنشأة سواء كانت هذه الأحداث إيجابية أو سلبية لأن من شأن هذه الأحداث أن تؤثر في المركز المالي والاقتصادي لهذه الجهات وبالتالي تؤثر على سعر ورقتها المالية إرتفاعاً أو إنخفاضاً, وبالتالي فمن حق المساهم أو المستثمر أن يعرف حقيقة هذه الأحداث حتى يتخذ قراره الصائب بالاحتفاظ بهذه الورقة المالية أو شرائها أو بيعها وقد أكدت التشريعات المقارنة على واجب الجهات المعنية في السوق المالية بالإفصاح الفوري عن المعلومات المؤثرة على سعر الورقة المالية لإدارة البورصة التي تلتزم بدورها بإعلانها على شاشات التداول .

وقد عرف المشرع المصري الأحداث الجوهرية الطارئة بأنها " تلك الأحداث التي يكون لها تأثير ملموس في نشاط الشركة أو في مركزها المالي، بما يكون له تأثير في تداول أسهم الشركة بالبورصة"[(1)].

أما المشرع الأردني فقد عرف الأحداث الجوهرية بأنها "واقعة أو معلومة قد تؤثر في قرار الشخص لشراء الورقة المالية أو الاحتفاظ بها أو بيعها أو التصرف بها" [(2)].

و أورد على سبيل المثال لا الحصر الأحداث الجوهرية, حتى يستوعب ما يستجد من معلومات تضحى جوهرية فيما بعد ويفرضها الواقع العملي في التعامل في سوق الأوراق المالية.

"ونؤيد ما يراه البعض من أن المشرع الأردني قد وفق في هذا التعريف أكثر من المشرع المصري كونه أشمل وأدق للمعلومات المؤثرة فهو يشمل أي واقعة أو معلومة قد تؤثر في قرار الشخص بالاستثمار في الورقة المالية من عدمه سواءً تعلقت تلك المعلومة بالشركة المصدرة أم لم تتعلق, بعكس تعريف المشرع المصري الذي قيد تلك الأحداث بما يكون لها من تأثير ملموس في نشاط الشركة أو في مركزها المالي" [(3)].

---

(1) انظر المادة 24 من قرار مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري رقم 30 لسنة2002 بشأن قواعد قيد واستمرار وشطب الأوراق المالية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية.

(2) المادة 2 من قانون الاوراق المالية الاردني رقم 76 لسنة 2002.

(3) العثمان, جمال عبدالعزيز, مرجع سابق ص170

وكذلك المشرع الكويتي فقد التزم بمبدأ الإفصاح الفوري عن المعلومات الجوهرية في القانون رقم 7 لسنة 2010 ولائحته التنفيذية بما يحقق العدالة والشفافية ويمنع تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية.

وقد أصدرت هيئة سوق المال الكويتي تعليمات جديدة للافصاح[1]، مسترشدةً بالتعليمات السارية لهيئات أسواق المال المقارنة بتفصيلات وضوابط جديدة ووضعت آلية متكاملة للإعلان عن المعلومات الجوهرية[2]، التي عرفتها بأنها " أي معلومة لدى المصدر تتعلق بنشاطه أو بشخصه أو بمركزه المالي أو إدارته ولا تكون معرفتها متاحة للجمهور والمتعاملين ولها تأثير على أصوله أو خصومه أو وضعه المالي أو على المسار العام لأعماله ويمكن أن تؤدي إلى تغير في سعر أو حجم تداول الورقة المالية أو في جذب أو عزوف المتعاملين بالنسبة للورقة المالية أو يمكن أن تؤثر في قدرة المصدر على الوفاء بإلتزاماته" ([3]).

"ونجد أن المشرع الكويتي في هذه التعليمات قد حذا حذو المشرع الأردني فأورد على سبيل المثال لا الحصر الأحداث الجوهرية حتى يستوعب ما يستجد من معلومات تضحى جوهرية فيما بعد ويفرضها الواقع العملي في التعامل في سوق الأوراق المالية وحدد منها تمثيلاً بأنها الشروع في الدخول في مشروع مشترك أو صفقة اندماج أو صفقة استحواذ أوإبرام أو إنهاء عقد مؤثرأ و إدراج الأوراق المالية للمصدر في بورصات أخرى أو سوق أجنبي أو وجود منتج جديد (سلعي،خدمي) أو اكتشاف جديد، من شأنه أن يؤدي إلى تحسن ملحوظ في الإيرادات أوأي تغير مؤثر في بيئة إنتاج المصدر أو نشاطه، مثل وفرة الموارد وإمكانية الحصول عليها ويكون من شأنه أن يؤدي إلى تدهور ملحوظ في الإيرادات أو أي قوانين أو قرارات مؤثرة صادرة معدلة من قبل جهات حكومية – محلية أو أجنبية – أو منظمات دولية أو غيرها أو أية تغييرات في السياسات المحاسبية المتبعة مع بيان أسباب التغيير وتأثير ذلك على البيانات المالية أو أي تغير في تشكيل أعضاء مجلس الإدارة أو أعضاء الإدارة العليا التنفيذية أو أعضاء هيئة الرقابة الشرعية، أو تغيير لمراقب الحسابات الخارجي لدى المصدر مع ذكر أسباب مثل هذا التغير أوالتغيرات المهمة التي تطرأ على الالتزامات المترتبة على المصدر سواء كانت قصيرة أو طويلة الأجل، منها الحصول على أي تمويل – أو أي شكل من التسهيلات الائتمانية – مؤثر أو إصدار المصدر لأدوات دين مع ذكر تفاصيل الإصدار والغرض المراد استخدامها فيه أو أي تغير مؤثر في خطط استثمار رأس

---

[1] صدرت تعليمات هيئة سوق المال الكويتي رقم (هـ .أ.م./ق.ر./إ.م./2012/2) بتاريخ 2012/6/5 بشأن الافصاح عن المعلومات الجوهرية والية الاعلان عنها.

[2] تداركت هذه التعليمات كثير من الملاحظات والتوصيات التي كنا ننوي إيرادها في نتائج وتوصيات هذا البحث .

[3] راجع البند اولا من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص1

المال من شأنه أن يؤدي إلى تحسن أو تدهور ملحوظ في الإيرادات مثـل : بنـــاء مـصانـع، زيادة خطـوط الإنتاج، الأسـواق المستهدفة، والتخلف عن سداد ديون أو التزامـات أو فوائـد, وأي تغير مؤثر يطرأ على حقوق الملكية والتي منها هيكل رأس المال, وأي دعوى قـضائية قـد تؤثر على المسار العام لأعمال ونشاط المصدر أو في مركزه المالي أو في كيانه القـانوني وأيـة تطورات تطرأ عليها،وأي دعوى أو حكم قضائي يتعلق بأي عضو من أعضاء مجلس الإدارة وأي عضو من أعضاء الإدارة العليا والتنفيذية وله انعكاس مؤثر في المصدر, ووجود نزاع أو خـلاف قد يؤثر في المسار العام لأعمال المصدر مع أي أطراف مثـل :العملاء،الموردين،المقـاولين مـن الباطن، العمال والموظفين, وأي نتائج تقييم لأصل من الأصول المملوكة للمصدر يكون لها تـأثير على نتائج الأعمال, وأي صفقة بين المصدر والشركات الأم، أو التابعة والزميلـة، أو أي ترتيـب يدخل بموجبه كل من الطرفين في أي مشروع أ أصل أو يقدم تمويلاً لـه, وأي تـصنيف ائتمـاني للمصدر وأي تغيير يطرأ عليه, وأي تغيير أو تعديل لأغراض وأنشطة المصدر, والإعـلان عـن تصفية المصدر أو أي من الشركات التابعة والزميلة له, والعمليات ذات الطبيعة غير المتكررة التي قد تحصل للمصدر أو يقوم بها المصدر يذكر منهـا علـى سـبيل المثـال لا الحـصر: تثمـين عقار،الحصول على تعويضات، مع تعويض للغير، والقيام بالتبرع للغير،والتي قد يكون من شـأنها التأثير على أرباح المصدر ومركزه المالي, وأي خسائر مؤثرة على المركـز المـالي للمـصدر, والتغيير في ملكية أسهم المصدر التي يترتب عليه حصول تغييرات في الـسيطرة عليـه بـدخول مساهمين مؤثرين ممن يملكون 5% أو أكثر من رأس المال, وتوافر معلومـات جوهريـة تتعلـق بالشركات التابعة والزميلة للمصدر لها انعكاس مؤثر في مركزه المالي, وتوقف المـصدر أو أحـد فروعه أو مصانعه أو الشركات التابعة والزميلة له عن العمل مع توضيح أسباب ذلك سواء كانـت نتيجة للكوارث والحريق أو التوقف الطوعي عن النشاط لأي أسباب أخرى"([1]).

<u>وقد حددت تعليمات هيئة أسواق المال الكوتيتي توقيت الإفصاح عن المعلومات الجوهرية:</u>

"فأوجبت على المصدر أن يقوم بالإفصاح فورا دون إبطاء عن المعلومات الجوهرية المتعلقة به وذلك إذا ما توافرت المعلومة خلال أوقات عمل الهيئة والبورصة، يكون الإفصاح بمـا لا يتجـاوز وقت توافر المعلومة الجوهرية" ([2]). أو إذا ما توافرت المعلومـة خـارج أوقـات عمـل الهيئـة والبورصة، يكون الإفصاح قبل بدء جلسة التداول من توافر المعلومة الجوهرية.

"وأوجبت على المصدر فيما إذا كانت أوراقه المالية مدرجة في بورصة / سوق أجنبي – اتخـاذ العناية التامة لضمان أن يتم الإفصاح عن المعلومات الجوهرية بـشكل متـزامن محليـاً وخارجيـاً

[1] راجع البند ثالثاً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص2-5

([2])راجع البند ثالثاً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص5-6

وبأقصى قدر ممكن وإذا كانت القواعد المنظمة للسوق الأجنبي تتطلب أن يقوم المصدر بالإفصاح عن معلومات جوهرية في الإجازات الرسمية في دولة الكويت،فانه يتعين على المصدر اتخاذ الإجراءات التالية :الإعلان عن ذات المعلومات المفصح عنها في البورصة / السوق الأجنبي في صحيفتين يوميتين محلتين. ونشر ذات المعلومات المفصح عنها من خلال الموقع الالكتروني للمصدر (إن وجد). والمبادرة بشكل فوري دون إبطاء لدى عودة العمل في الهيئة والبورصة بمخاطبتهما بالإعلان المتضمن للمعلومات المفصح عنها في البورصة/ السوق الأجنبي، وذلك قبل بدء جلسة التداول، مع توضيح ما تم الإفصاح عنه في السوق وكل ما يتعلق به من تفاصيل".([1])

"أما إذا واجه المصدر أحداثا غير متوقعة ومفاجئة وذات أهمية فقد يكون من المقبول أن يقوم المصدر بتأخير قصي الأمد في الإفصاح عن المعلومة الجوهرية إذا كان ذلك ضروريا من اجل إيضاح الموقف والتأكد من المعلومة وأثرها ويشترط في مثل هذه الحالة أن يطلب المصدر على الفور من البورصة الإيقاف المؤقت بالتداول على أوراقه المالية وان يقوم بإصدار إعلان بهذا الشأن على أن يتضمن اكبر قدر ممكن من التفاصيل بشأن الموضوع ومبررات عدم إمكانية الإفصاح بشأنه وأسباب الإيقاف عن التداول والمدة المتوقعة له, مع التعهد بالإعلان عن مزيد من التفاصيل في اقرب وقت ممكن, وعلى البورصة في مثل هذه الحالة التحقق فيما إذا كان طلب وقف تداول السهم يحقق مصلحة المتداولين".([2])

وللهيئة أن تفرض الإيقاف المؤقت للتداول على الأوراق المالية للمصدر في البورصة دون طلب منه عندما تتطلع على معلومات أو ظروف تؤثر في أنشطة المصدر وترى أن تلك الظروف من المحتمل أن تؤثر في السوق والمستثمرين ([3]).

<u>وأوضحت تعليمات هيئة أسواق المال الكويتي حالات تأجيل الإفصاح عن المعلومات الجوهرية :</u>

"حيث أن الهيئة تدرك أن بعض المعلومات الجوهرية يجب أن تبقى سرية حتى تصل التطورات إلى المرحلة التي يمكن خلالها الإفصاح عن تلك المعلومات دون المساس بالمصالح المشروعة للمصدر ، ومنها على سبيا المثال لا الحصر : مفاوضات ما زالت جارية ولم تحسم بعد ، أو إبرام عقود أو اتفاقيات تتطلب الاعتماد من طرف آخر لتصبح فعالة ، وعليه فإنه يجوز للمصدر أن يقوم بتأجيل الإفصاح عن معلومة جوهرية إذا رأى أن الإفصاح عنها يمكن أن يؤدي إلى إلحاق ضرر بمصالحه المشروعة وذلك شريطة أن يكون تأجيل الإفصاح غير منطوي على احتمال تضليل لجمهور المتهمين فيما يتعلق بالحقائق والظروف التي يكون العام

([1])راجع البند رابعاً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص5-6
([2])راجع البند رابعاً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص5-6
([3]) راجع البند رابعاً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص5-6

بها ضرورياً لتقييم الأوراق المالية للمصدر, وأن يتقدم المصدر وبسرية تامة بطلب إلـى الهيئـة من خلال إدارة الإفصاح المستمر لتأجيل الإفصاح عن معلومة جوهرية،مبينا الأسباب التي تدعو إلى تأجيل الإفصاح مع توضيح كافة التفاصيل المتعلقة بالمعلومة, شـرط أن يتعهـد المـصدر بالحفاظ على السرية التامة فيما يتعلق بالمعلومة الجوهرية, وتقوم الهيئة بدراسة طلب المـصدر ولها أن توافق على تأجيل الإفصاح أو أن تلزم المصدر بالإفصاح عن المعلومة الجوهريـة إذا رأت ضرورة ذلك". ([1])

"ويلاحظ أن الحفاظ على السرية التامة فيما يتعلق بالمعلومة الجوهرية المشار إليها آنفـاً يعني أن المصدر سوف يتخذ كافة التدابير التي تضمن أن يكون الوصول إلى تلـك المعلومـات مقصوراً على أدنى حد ممكن من الأشخاص وأن يكون ذلك متاحاً لأعلى مستويات إدارية لـدى المصدر وألا يتم الكشف عن تلك المعلومات للموظفين وغيرهم إلا بناء على تقدير مدى الحاجـة إلى اطلاعهم على تلك المعلومات من أجل ممارسة مهامهم وتأدية أعمالهم،مع مراعاة أن يظـل التعامل مع المستندات والبيانات المتعلقة بتلك المعلومات مقننا إلى أدنى حد ممكن". ([2])

مع اعتبار أن أي نشاط غير اعتيادي وغير مبرر على الأوراق المالية للمـصدر الـذي سبق وان حاز على موافقة الهيئة على تأجيل الإفصاح عن معلومات جوهرية تتعلق به،سـوف يعتبر مؤشرا على أن المعلومات لم تعد سرية وفي هذه الحالة فإنه يتعين على المصدر أن يقـوم فوراً بالإفصاح عن المعلومات الجوهرية ذات العلاقة ([3]).

التعامل مع الإشاعات والأخبار:

"حينما تكون هناك تكهنات ،أو أخبار،أو معلومات متداولة بشأن المصدر عـن طريـق وسائل الإعلام المختلفة ، أو شائعات، أو معلومات متداولة في أوساط المستثمرين ، والتي مـن المرجح أن يكون لها تأثير على سعر الأوراق المالية للمصدر أو صلة بـالقرارات الاسـتثمارية للمتداولين، فانه يجب أن يتم التعقيب عليها بإيضاحها أو تأكيدها أو نفيها فورا دون إبطـاء مـن قبل المصدر وذلك بغض النظر عما إذا كانت صحيحة من عدمه". ([4])

"وفي حالة عدم قيام المصدر بالتعقيب على التكهنات،الأخبار، المعلومـات،أو الـشائعات وفقا لما هو محدد أعلاه ، فان هيئة أسواق المال الكويتي سوف تقوم بمخاطبة المـصدر لطلـب تعقيبه في هذا الشأن مع الوقوف على مبررات المصدر من عدم التعقيب ، وإذا رأت الهيئـة أن

([1])راجع البند رابعاً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص5-6
([2])راجع البند رابعاً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص5-6
[3] راجع البند خامساً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص6-7
([4])راجع البند رابعاً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص7-8

هناك نشاط تداول غير اعتيادي على الأوراق المالية للمصدر - من ناحية سعر الأوراق المالية أو حجم التداول بطريقة قد تعزى إلى التكهنات أو الأخبار أو المعلومات أو الشائعات غير المعقب عليها من قبل المصدر ، فللهيئة فرض الإيقاف المؤقت للتداول على الأوراق المالية للمصدر واتخاذ الإجراءات التي تراها مناسبة وفقا للقانون واللائحة التنفيذية". ([1])

وفي حالة ما إذا كان المصدر قد حاز على موافقة الهيئة على تأجيل الإفصاح عن معلومة جوهرية على تأجيل الإفصاح عن معلومة جوهرية تتعلق به- وفقا لما ورد في البند خامسا من هذه التعليمات – وتزامن مع ذلك وجود تكهنات ،أخبار، شائعات،أو معلومة متداولة بشان المصدر تتعلق بفحوى المعلومة الجوهرية التي تم تأجيل الإفصاح عنها ، فانه يتعين على المصدر الإفصاح فورا عن المعلومة الجوهرية بغض النظر عن مدى ملائمة القيام بهذا الإفصاح لمصالح المصدر [(2)].

الإفصاح الانتقائي:

"الإفصاح الانتقائي هو أن يقوم المصدر بالإفصاح لأشخاص (طبيعيين ،اعتباريين) على وجه الخصوص قبل الإفصاح عن تلك المعلومات الجوهرية للجمهور عامة ويمكن اعتبار الأشخاص التالي ذكرهم ، وعلى سبيل المثال لا الحصر ، من الأشخاص الذين قد يؤدى التعامل معهم إلى تحقق الإفصاح الانتقائي :مستشارو المصدر، والأشخاص الذين يتفاوض معهم المصدر أو ينوى التفاوض معهم بشان أي تعاملات تجارية ،مالية أو استثمارية ومستشارو هؤلاء الأشخاص ،وكبار حملة أسهم المصدر،والجهات المقرضة للمصدر ووكالات التصنيف الإنتمائي، والجهات الحكومية والجهات الرقابية". ([3])

"ويتعين على المصدر ألا يقوم تحت أي ظرف من الظروف بالإفصاح عن معلومات جوهرية على أساس انتقائي لأي شخص فيما عدا الحالة الواردة أعلاه، وعندما يحصل المصدر على موافقة الهيئة على تأجيل الإفصاح عن معلومات جوهرية وذلك وفقا لما ورد في البند خامسا من هذه التعليمات ، فانه يجوز للمصدر الإفصاح عن تلك المعلومات بشكل انتقائي ، أخذا بالاعتبار أن مثل هذا الإفصاح الانتقائي يجب أن يتم على أساس الحاجة إلى المعرفة ويخضع لقيود السرية المناسبة ، على أن يتعهد متلقي الإفصاح الانتقائي للمصدر بالمحافظة على سرية المعلومات وعدم إساءة استخدامها وعدم التداول في الأوراق المالية للمصدر إلا بعد الإفصاح عن المعلومة الجوهرية للجمهور عامة ، ويتعين على المصدر في حالة قيامه بالإفصاح الانتقائي

([1])راجع البند سادساً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص7-8
[(2)] راجع البند سادساً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص7-8
([3])راجع البند سادساً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص8-9

إن يقوم بإخطار الهيئة فور قيامه بهذا الإجراء، مع بيان الجهة المتلقية للإفصاح الانتقائي ودواعي قيام المصدر بهذا الإفصاح". ([1])

"إن الإفصاح الانتقائي المشار إليه أعلاه يجب ألا يتم لشخص آخر إلا إذا كان هذا الإجراء يعد ضمن المسار الطبيعي لممارسته لوظيفته، أو مهنته، أو واجباته وطالما كان متلقي تلك المعلومات ملزما بواجب الحفاظ على سريتها, وبشكل عام فانه يمكن للمصدر – وفقا لكل حالة على حدة – أن يقوم بالإفصاح الانتقائي لفئات معينة من الأشخاص المتلقين ، وبعد إجرائه تقييما لمدى الحاجة إلى اطلاعهم على المعلومات الجوهرية ذات العلاقة، ويجب على المصدر أن يأخذ بعين الاعتبار لدى قيامه بالإفصاح الانتقائي أن اتساع مجموعة المتلقين للمعلومات يعنى احتمالا اكبر لحدوث تسرب للمعلومات وهو ما سيتعين على المصدر في حالة حدوثه القيام بالإفصاح فورا عن المعلومة الجوهرية بغض النظر عن مدى ملائمة القيام بهذا الإفصاح لمصالح المصدر" ([2]).

نشاط التداول غير الاعتيادي :

"عند حدوث نشاط غير اعتيادي في التداول في الأوراق المالية للمصدر من ناحية سعر الأوراق المالية أو حجم التداول، فانه يتعين عليه إعادة الإفصاح بما في ذلك إيضاح أي تطورات قد تكون طرأت على المعلومة الجوهرية التي قد سبق الإفصاح عنها إذا حدد المصدر أن النشاط غير الاعتيادي في التداول كان مرجعه معلومة جوهرية سبق الإفصاح عنها وفقا للنظام المتبع،ومع ذلك، إذا أظهرت حركة التداول في السوق أن هناك إساءة في تفسير مثل هذه المعلومات أو انه قد تم فهمها بطريقة عكسية، فقد يكون مناسبا التشاور مع الهيئة في هذا الشأن وبشكل فوري دون إبطاء، أما إذا كان النشاط غير الاعتيادي ناتجا من كون المصدر موضوعا لتكهنات، أو أخبار أو شائعات أو معلومة متداولة بشأنه فانه يتعين على المصدر القيام بالتعقيب على تلك المعلومات بشكل فوري دون إبطاء، وأما إذا كان النشاط غير الاعتيادي في التداول ناتجا من تسريب معلومات جوهرية لم يسبق أن قام المصدر بالإفصاح عنها فانه يتعين على المصدر الإفصاح فورا عن المعلومة الجوهرية بغض النظر عن مدى ملائمة القيام بهذا الإفصاح لصالح المصدر". ([3])

"وإذا كان المصدر غير قادر على تحديد السبب الذي أدى إلى حدوث النشاط غير الاعتيادي في التداول فانه يتعين عليه إصدار إعلان عام مفاده انه لم تكن هناك تطورات حدثت أخيرا من

([1])راجع البند سابعاً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص8-9
([2]) راجع البند سابعاً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص8-9
([3])راجع البند ثامناً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص10

شانها التأثير في المصدر أو شؤونه بالشكل الذي ترتب عليه هذا النشاط غير الاعتيادي في التداول، وفي حالة عدم التزام المصدر باتخاذ الإجراءات المذكورة أعلاه، فللهيئة أن تفرض الإيقاف المؤقت للتداول على الأوراق المالية للمصدر واتخاذ الإجراءات التي تراها مناسبة وفقا للقانون واللائحة التنفيذية" ([1]).

<u>إجراءت الإفصاح عن المعلومات الجوهرية:</u> "حيث يتم الإفصاح عن المعلومات الجوهرية من خلال قيام المصدر بمخاطبة البورصة والهيئة بالإعلان المتضمن للمعلومات المراد الإفصاح عنها، على أن يتم تزويد إدارة الإفصاح المستمر بالهيئة بما يثبت استلام البورصة لموضوع الإعلان، مع ملاحظة أن قيام المصدر بالإعلان عن المعلومات الجوهرية من خلال وسائل الإعلام لن يعتبر إفصاحا رسميا يفي بالمتطلبات المحددة وفقا لهذه التعليمات، باستثناء إذا كانت أوراق المصدر المالية مدرجة في بورصة / سوق أجنبي، ويجب على المصدر عند إعداد الإعلان مراعاة أن يكون الإعلان واقعيا وواضحا وعادلا وان يحتوى على قدر كاف من المعلومات والبيانات بنا يسمح للمهتمين بالوقوف على اثر هذه المعلومات الجوهرية وان يتجنب الإعلان حذف الحقائق غير المفيدة أو تجاهلها ، ومن ذلك بأن يتم ذكرها في نهاية الإعلان وأن لا يعرض الإعلان أوضاعا ايجابية محتمله على أنها مؤكدة أو تصوير احتمال حدوثها بأكثر من الواقع وأن لا يعرض أي توقعات أو تقديرات بدون تعزيزها بأسس واقعية كافية وان يتجنب استخدام المصطلحات الترويجية التي عادة ما تهدف إلى الترويج بدلا من الإعلان وان يتجنب الإفراط في استخدام المصطلحات التقنية، والتعبير بأقصى قدر ممكن – عوضا عن ذلك – بلغة مفهومة للشخص العادي". ([2])

"كما يتعين عليه مراعاة أن تكون عملية إعداد ومراجعة الإعلان من قبل موظفين محددين لديه يكون لديهم اطلاع ودراية بالمواضيع التي سيتم الإفصاح عنها ، وكذلك متطلبات القانون واللائحة و التعليمات، أما إذا ارتأت الهيئة إن الإعلان يفتقر إلى أي من المعايير الواردة أعلاه ، أو أن هناك حاجة إلى نشر مزيد من الإيضاحات والمعلومات الإضافية بشان المعلومة الجوهرية المعلن عنها،فسوف تقوم الهيئة بتوجيه المصدر للقيام بالإعلان مجددا وبالأسلوب الذي تراه مناسبا ،وبما يستوفى ملاحظاتها بشان مضمون الإعلان" ([3]).

<u>نشر المعلومات على الموقع الالكتروني للمصدر:</u>

"يتعين على المصدر أن يقوم بتوفير الإعلانات التي سبق وان قام بها بشان الإفصاح عن المعلومات الجوهرية المتعلقة به على موقعه الالكتروني بحلول نهاية يوم العمل ذاته الذي

([1]) راجع البند ثامناً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص10
([2])راجع البند ثامناً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص10
([3]) راجع البند تاسعاً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص10

قام خلاله بهذا الإعلان،مع الاحتفاظ بأرشيف على موقعه الالكتروني لكافة الإعلانات التي قـام بها في هذا الشأن خلال الفترات الزمنية السابقة ، بحيث يمكن الوصول له في أي وقت من الأوقات من قبل الكافة". ([1])

"كما يجب على المصدر التأكد من عدم الإعلان عن معلومات جوهرية من خلال الموقع الالكتروني قبل صدور الإعلان في موقع الهيئة والبورصة، وذلك باستثناء إذا كانت أوراق المصدر المالية مدرجة في بورصة / سوق أجنبي" ([2]).

"كما تلتزم البورصة بالاعلان عن كل ما يردها من افصاحات عن معلومات جوهرية بالوسائل المعتمدة وحسب الاصول المرعية دون ابطاء او تاخير" ([3]).

([1])راجع البند عاشراً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص11
([2]) راجع البند عاشراً من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص11
[3] راجع البند الحادي عشر من تعليمات هيئة اسواق المال الكويتي، مرجع سابق، ص1

الفرع الثالث

التزام مجلس الإدارة بالإفصاح عن اجتماعات وقرارات الجمعية العمومية العادية وغير العادية للجهة المصدرة

تعد الجمعية العامة للمساهمين صاحبة السلطة العليا في الشركات المساهمة وتعقد الجمعية العامة اجتماعاتها للقيام بواجباتها في الرقابة على إدارة الشركة ورعاية شئونها, واجتماعاتها إما أن تنعقد بصفة عادية لمناقشة موضوعات ذات طبيعة عادية أو تنعقد بصورة غير عادية لمناقشة أمور ذات طبيعة غير عادية[1].

وتلتزم الشركات المدرجة في البورصة بإخطار إدارة البورصة بتلك الاجتماعات، وبجداول أعمالها قبل مدة كافية من تلك الاجتماعات، حتى يتمكن المساهمون من الوقوف على المسائل المطروحة على جدول أعمال الجمعية العمومية[2].

الفرع الرابع

الالتزام بالإفصاح عن المصالح وحجم الملكيات في الشركات المدرجة

توجب جميع التشريعات المنظمة لأسواق الأوراق المالية على المتعاملين وإدارات البورصة والشركات المدرجة بالإفصاح خلال فترة يسيرة أو بشكل فوري عن مصالح أي شخص تتجاوز ملكيته النصاب القانوني لملكية الأوراق المالية في شركة معينة وهذا النصاب يختلف حجمه وضوابطه من دولة إلى أخرى.

فقد نصت المادة (45) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002، والتي فرضت على من يرغب بشراء أو مبادلة أوراق مالية بهدف تملك ما يزيد عن 40 % من رأسمال الجهة المصدرة أن يتم عن طريق عرض عام للشراء.

- كما نصت المادة (13) من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق الأردني لسنة 2004 أنه " على أي شخص يتملك أو يقع تحت تصرفه 5% أو أكثر للمرة الأولى من أي ورقة مالية لشركة مصدرة واحدة إعلام الهيئة خطياً خلال أسبوع من تاريخ حدوث

---

(1) انظر في هذا المعنى: الشمري, طعمة, الوسيط في دراسة قانون الشركات التجارية الكويتي وتعديلاته الطبعة الثالثة, ص465 .

(2) المادة (15/أ-4) من تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان لسنة 2004 (الأردن)

ذلك, وعليه أن يقوم بإعلام الهيئة خطياً عند تملكه لأي نسبة تبلغ 1% إضافية خلال أسبوع من تاريخ حدوث ذلك الإفصاح عن نيته من الشراء عند الوصول إلى نسبة 10% .

"أما المشرع الكويتي فقد نظم النصاب القانوني الواجب الإفصاح عنه بشكل مفصل في الفصل العاشر في المواد من 380 حتى 400 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 2010/7 بشأن إنشاء هيئة اسواق المال وسنتناولها لاحقاً". ([1])

ويهدف المشرع من إلزام تلك الجهات بالإفصاح عن المصالح إلى تحقيق ما يلي:

أولاً: حماية المستثمر :

إلزام المستثمر الذي امتلك نسبة كبيرة من أسهم شركة مساهمة مدرجة بالبورصة بأية طريقة كانت بالإفصاح عن مصالحه في الشركة بهدف إلى لفت نظر المساهمين الآخرين في الشركة إليه حتى لا يفاجئوا بتغيير أمر جوهري بالشركة مثل نظامها الأساسي أو تغيير مجلس الإدارة للسيطرة على إدارة الشركة وبالتالي يكون جميع المساهمين على بينة من أمرهم بشكل يؤدي إلى اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية السليمة .

ثانياً: مكافحة العمليات المشبوهة :

إن الإعلان عن المصالح يكشف شخصية المالك الحقيقي لهذه الأسهم وبالتالي يمنع استغلال البورصة في إبرام صفقات غير مشروعة مثل عمليات غسيل الأموال(2).

ثالثاً: زيادة ثقة المستثمرين في السوق :

إن الإفصاح عن شخصية المالك الحقيقي الذي قام بشراء كميات كبيرة من الأسهم يؤدي إلى طمأنة المستثمرين إلى أن الأسعار تعكس القيمة الحقيقة للورقة المالية(3).

([1]) المواد من 380 حتى 400 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 2010/7 بشأن إنشاء هيئة اسواق المال

(2) الملحم, احمد عبدالرحمن, تعليق على القانون رقم 2لسنة1999 في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة, بحث مقدم ضمن أعمال مؤتمر " أوضاع سوق الكويت للأوراق المالية" برعاية مكتب المقاطع للمحاماة والاستشارات القانونية ــ دولة الكويت, 19 ديسمبر 2005 ص77 .

(3) عبدالسلام, صفوت, الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق المال مرجع سابق ص62، 63.

الفرع الخامس

التزام الجهات المصدرة بالإفصاح عن العمليات المشبوهة بغسل الأموال أو تمويل الإرهاب لإدارة البورصة وهيئة سوق المال

نظراً للانفتاح الاقتصادي والتقدم التكنولوجي وسهولة الاتصال أصبحت أسواق المال في العالم متاحة أمام المستثمرين, لذلك سنت أغلب دول العالم تشريعات مالية تهدف إلى حماية اقتصادها من أفعال إجرامية مثل جرائم غسل الأموال أو لجرائم دعم الإرهاب.

وقد عرف المشرع الإماراتي جريمة غسل الأموال في مجال التعامل بالأوراق المالية بأنها " شراء أوراق مالية بأموال ذات مصدر غير محدد على وجه الدقة أو ذات مصدر خفي أو مموه ليبدو وكأنه نابع من مصدر شرعي في حين أنه ليس كذلك"[(1)].

أما جرائم تمويل الإرهاب في مجال التعامل بالأوراق المالية فهي جرائم حديثة نسبياً ويقصد بها القيام بعمليات تداول متداخلة بواسطة إحدى شركات الوساطة المالية وتحويلها إلى أشخاص أو جهات إرهابية.

لذلك ألزمت اغلب التشريعات المقارنة الجهات المصدرة بالإبلاغ عن أي عمليات مشبوهة ووضعت لذلك الإجراءات والضوابط الكفيلة لهذا النوع من الإفصاح والإبلاغ للهيئات العامة للأوراق المالية وإدارات البورصة ومن تلك القوانين القانون الإماراتي والمصري والقطري[(2)].

"ونجد أن المشرع الأردني نظم هذا النوع من الإفصاح بموجب تعليمات هيئة الأوراق المالية بشأن مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب في أنشطة الأوراق المالية لسنة 2010 الصادرة بالاستناد لأحكام الفقرة (ف) من المادة 12 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 وأحكام البند (4) من قانون مكافحة غسل الأموال وتمويل الإرهاب رقم 46 لسنة 2007".

وكنا نتمنى من المشرع الأردني أن ينص على تجريم غسل الأموال وتمويل الإرهاب في أنشطة الأوراق المالية في قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002, كذلك فعل المشرع الكويتي الذي نظم جرائم غسل الأموال ومكافحة الإرهاب في المواد 185 و 186 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية, ولو نظمها بالقانون لكان أفضل.

---

(1) المادة الأولى من القانون الاتحادي لدولة الإمارات العربية المتحدة رقم 4 لسنة 2002 في شأن تجريم غسل الأموال.

(2) انظر العثمان، جمال عبدالعزيز, مرجع سابق, ص 186.

المطلب الثالث

الأطراف المعنية بالإفصاح والشفافية عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية

إن إضفاء الفاعلية في الالتزام بالإفصاح والشفافية المفروضة في مجال تعـــاملات الأوراق المالية اقتضى تحديد المعلومات الواجب الإفصاح عنها والسابق ذكرها بجانب تحديـــد الأشـــخاص والجهات الملزمة بالإفصاح والشفافية وتعيين جهات رقابيـــة لتلقـــى هـــذه المعلومـــات والرقابـــة والإشراف على الأشخاص والجهات الملزمة بالإفصاح، وقد حصر المشرع الأردنـــي و الكـــويتي الأشخاص والجهات الملزمة بالإفصاح في أربعة طوائف:

1ـ الشركات المصدرة للأوراق المالية ومراجعو حساباتها.

2ـ هيئة الأوراق المالية والبورصة.

3ـ شركات الوساطة المالية.

4ـ المتعاملون بالأوراق المالية.

وسنتناولها بشيئ من التفصيل من خلال ما يلي:-

أولاً : الشركات المصدرة للأوراق المالية ومراقبو حساباتها

(أ) الشركات المصدرة للأوراق المالية:

ويقصد بالجهات المصدرة للأوراق المالية: الأشخاص الاعتبارية التي تصدر أوراقاً ماليـــة أو تعلن عن الرغبة في إصدارها(1).

وتعتبر الشركات المساهمة اكبر مصدر للأوراق المالية المتداولة في البورصة بعـــد إدراجهـــا, وقد فرض المشرع على مؤسسي هذه الشركات الإفصاح عن بعض المعلومات التي تتعلـــق بالاكتتـــاب في أسهم الشركة في مرحلة التأسيس وألزم المشرع رؤساء مجالس الإدارة ومـــديري تلـــك الـــشركات ومراقبي الحسابات بالإفصاح عن المعلومات السابق ذكرها في المبحث السابق، ومن ثم فـــإن شـــركات المساهمة المصدرة للأوراق المالية أيا كان نشاطها أو أغراضها ملزمه بالإفـــصاح عـــن المعلومـــات السابق ذكرها سواء كانت في مرحلة التأسيس أو بعد إدراجها في سوق الأوراق المالية.

"وبالنسبة لمرحلة التأسيس فإن شركة المساهمة تكتسب الشخصية المعنوية بالقدر الـــلازم للتأســـيس كشخصيتها التي تبقى لها فترة التصفية" (2).

---

(1) الدليل الإرشادي لهيئة الأوراق المالية الأردنية, ص 32, المادة 2 من قانون الأوراق المالية الأردني لسنة 2002 والمادة 2 من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق الأردني لسنة 2004.

(2) العكيلى, عزيز الوسيط فى الشركات التجارية , دار الثقافة, عمان الأردن طبعة 2010 ص 196 .

"لذلك فرض المشرع الكويتي في المادة 76 من القانون رقم 15 لسنة 1960 بإصدار قانون الشركات على مؤسسي الشركات المساهمة عند طرح الأسهم للاكتتاب إصدار نشرة اكتتاب للجمهور يتضمن كحد أدنى ملخصا لعقد تأسيس الشركة ونظامها الأساسي ، يذكر فيه أغراض الشركة, وأسماء مؤسسيها ومقـــدار رأس مالها, وعدد أسهمها وقيمة السهم, والمبلغ الواجب دفعه من هذه القيمة والتقـــدمات العينيـــة ومقـــدار النفقـــات والأجور والتكاليف التي صرفت في تأسيس الشركة والحد الأعلى لعدد الأسهم التي يشترط تملكها للحـــصول على العضوية في مجلس الإدارة وأجور أعضاء هذا المجلس, وميعاد الاكتتاب ومكانه وشـــروطه , وجميـــع المسائل الأخرى التي من شأنها أن تؤثر في المركز المالي للشركة". ([1])

وفى هذا الاتجاه أيضا نجد المشرع الأردني قد ألزم مؤسسي شركات المساهمة بذلك وفقا لنص المادة 34 وما بعدها من قانون الأوراق المالية 76 لسنة 2002, وتعليمات إصدار الأوراق المالية وتـــسجيلها لـــسنة 2005 نفاذاً للمادتين 12 / ف و 123 / ب من قانون الأوراق المالية .

أما بالنسبة لمرحلة ما بعد التأسيس وتشكيل مجلس الإدارة فقد اوجب المشرع الأردني والكويتي على مجلس الإدارة باعتباره الجهة الأولى المسئولة عن الإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية للجهة المـــصدرة التي يمثلها مجموعه من الواجبات تتركز فيما يلي :

1 ــ يلتزم رئيس وأعضاء مجلس الإدارة والمدراء أن يبلغوا المجلس عن أية مصلحة فرديه تتعـــارض مـــع مصلحة المنشأة ويلتزم مجلس الإدارة بإبلاغ أول جمعية عمومية بهذه المصالح [(2)].

2ــ يلتزم مجلس الإدارة بإعداد ميزانية المنشأة وحساب الأرباح والخسائر وبيان التدفقات النقدية مصدقة من مراجع الحسابات بالإضافة إلى التقرير السنوي الذي يتضمن نشاط المنشاة خلال السنة المالية ومركزها المالي خلال السنة الفائتة والتدفقات النقدية للسنة الفائتة[(3)].

3ــ" يلتزم مجلس الإدارة بإعداد تقارير نصف سنوية تتضمن المركز المالي للمنشأة ونتائج أعمالها وحـــساب الأرباح والخسائر وقائمة التدفقات النقدية والإيضاحات المتعلقة بالبيانات المالية مصادق عليها من قبل مراجع الحسابات" [(4)]. .

([1]) المادة 76 من القانون رقم 15 لسنة 1960 بإصدار قانون الشركات

(2) راجع مادة 103 من قانون رقم 7 /2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية واعادة140من قـــانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997.

(3) مادة 140 و 141 من قانون الشركات الاردنى رقم 22 لسنة 1997.

(4) المادة 141 من قانون الشركات الاردني رقم 22 لسنة 1997 والمادة 43 من قانون الاوراق المالية الأردني 76 لسنة 2002.

4 ــ يلتزم مجلس الإدارة بإبلاغ مراقب الحسابات بأية أوضاع مالية أو إدارية سيئة أو الخسائر الجسيمة التي لها تأثير في حقوق المساهمين أو دائنيها [1].

5ــ يلتزم مجلس الإدارة بإعلام هيئة سوق المال وإدارة البورصة بالمعلومات الجوهرية التي تؤثر على سعر الورق المالية[2].

(ب) مراقبو الحسابات

يمثل مراقب الحسابات أهمية كبيرة بالنسبة إلى عموم المساهمين والمتعاملين في الأوراق المالية لأنه على درجة عالية من التأهيل العلمي والدراية المهنية التي تؤهله القيام بمهمة مراقبة حسابات الشركة وتحليل الأداء المالي وإصدار التوصيات القيمة التي تضمن السير المالي للشركة في الاتجاه الصحيح, لذا فان تقرير مراقب الحسابات يهم أطراف متعددة منها مجلس إدارة الشركة والمديرين والجمعية العمومية للمساهمين والمستثمرين والجهات الحكومية والرقابية مما يساعد هذه الاطراف على اتخاذ قرارهم الصائب بشأن الشركة وتعاملاتها.

لذلك أوجب المشرع أن يكون لكل جهة مصدرة مراجع حسابات خارجي أو أكثر يناط بهم فحص حسابات الشركة وقيودها والتأكد من إلتزام الشركة بالغايات التي أسست من أجلها على أن يتم تعيينهم وتحديد أتعابهم من قبل الجمعية العمومية للجهة المصدرة, لمعاونتها في الرقابة والإشراف على أعمال الشركة بمراجعة حساباتها وتدقيق الميزانية وحساب الأرباح والخسائر في السنة المالية التي عينوا لها[3].

ويتمتع مراقب الحسابات بقدر كبير من الاستقلالية ويتمتع بالحيدة والأمانة بحكم منصبه, وانطلاقا من هذا الوضع فقد منح القانون مراقب الحسابات عددا من الصلاحيات للقيام بعمله وفي تحقيق مبدأ الإفصاح والشفافية, ومن هذه الصلاحيات الاطلاع في أي وقت على جميع دفاتر الشركة وسجلاتها ومستنداتها وطلب البيانات والإيضاحات التي يرى ضرورة الحصول عليها.

وإذا ما حصل مراقب الحسابات على المعلومات الخاصة بالشركة ووضعها المالي وأوراقها المالية فإن القانون ألزمه أن يعرض الأمور المالية الجوهرية التي اطلع عليها على الجمعية العامة[4].

---

(1) مادة 142 من قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997 .

(2) المادة 34 من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 56 لسنة 2002, وتعليمات إفصاح الشركات المصدرة لسنة 2004, وراجع كذلك قانون رقم 7 ــ 2010 الكويتي بشأن هيئة أسواق المال المواد 103, 104, 105 ولائحته التنفيذية.

(3) انظر المادة 2/161 من قانون الشركات الكويتي رقم 15 لسنة 1960, وانظر في القانون الاردني العكيلي, عزيز المرجع السابق ص 408

(4) العكيلى عزيز, المرجع السابق, ص408.

وقد ألزم المشرع مراقب الحسابات بالإفصاح عن المعلومات المالية بتقرير مالي تفصيلي يعرض على الجمعية العمومية, ويرسل إلى هيئة سوقه المالي, حيث أوجبت المادة 37 من القانون 76 لسنة 2002 م بإصدار قانون الأوراق المالية الأردني على مراقب الحسابات التوقيع على نشرة الإصدار في مرحلة التأسيس لضمان صحة بيانات نشرة الإصدار, وألزمته بإعلام هيئة سوق المال بها.

وألزمت تعليمات الإفصاح الأردنية الصادرة سنة 2004 مراقب الحسابات الخارجي بعمل تقرير حسابي سنوي يقدم إلى هيئة السوق المالي متضمنا بيانات محددة جوهرية تضمن الإعلام المالي للمتعاملين في الأوراق المالية[1].

"أما إذا تحفظ مدقق حسابات الشركة أو أبدى رأيا معاكسا أو امتنع عن إبداء الرأي في تقريره حول البيانات المالية السنوية فعليه أن يبين أسباب ذلك بوضوح وأن يبين أي آثار لهذه الأسباب على البيانات المالية وإعلام هيئة سوق المال بذلك وعلى الشركة المعينة تزويد الهيئة خطياً برأيها حول تقرير مدقق الحسابات المشار إليه في هذه المادة خلال أسبوعين من استلامها لهذا التقرير". [2]

وبذلك يعد تقرير مراقب الحسابات معبرا عن رأيه الفني في القوائم المالية للمنشأة متبعا في ذلك المعايير المحاسبية الخاصة المعترف بها دولياً, وبالشكل الذي يظهر بعدل ووضوح المركز المالي للمنشأة, ونتائج أنشطتها, ومصادر التمويل لديها, واستخدامات تلك الأموال, ومدى تقيدها بمتطلبات قانون الشركات والتشريعات الأخرى ذات الصلة ونظامها الأساسي. [3]

ثانياً: هيئة الأوراق المالية وإدارة السوق المالي :

تتولى الإشراف على سوق المال هيئة عامة تسمى هيئة الأوراق المالية في الأردن وتسمى في الكويت هيئة سوق المال, ويتولى إدارة سوق الأوراق المالية بورصة أو سوق مرخص لها وفقا لأحكام القوانين المتعلقة بهذا الشأن في كلا البلدين وتلعب هاتان الجهتان دورا مزدوجا بالإفصاح عن المعلومات والبيانات المحددة للمتعاملين في الأوراق المالية , وسنعرض لهما فيما يلي :

هيئة الأوراق المالية:

ألزم المشرع الأردني والمشرع الكويتي هيئة الأوراق المالية بالإفصاح عن البيانات التي تتلقاها من الشركات والبورصة وشركات الوساطة ومن ثم فهي تلعب دورا مزدوجا تتمثل في استقبال المعلومات من الشركات, وفى إعلام الجمهور بتلك المعلومات التي تلقتها من الشركات ولضمان ورود

---

(1) انظر المادة 37 من قانون الاوراق المالية الاردنى رقم 76 لسنة 2002م .

(2) مادة 18 من تعليمات الافصاح الاردنية سنة مادة 19 من تعليمات الافصاح الاردنية سنة 2004م.

(3) العثمان, جمال عبد العزيز, مرجع سابق،220.

المعلومات لهيئة الأوراق المالية بانتظام فقد فرض المشرع الأردني بالمادة(4)من تعليمات الإفصاح على إلزام الشركات المصدرة للأوراق المالية تقرير سنوي خلال ثلاثة أشهر من انتهاء سنتها المالية متضمنا بيانات ملزمة تضمن شفافية الوضع المالي للشركة[1].

"فضلاً عن إلزام مجلس إدارة الشركات بمد الهيئة بالمعلومات الدورية والمتعاقبة طوال حياة الشركة وفقا لبيانات محددة سبق الإشارة إليها في البحث السابق, وهو نفس ما أتى إليه المشرع الكويتي بالقانون رقم 7 لسنة 2010م بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية".[2]

وقد راعى المشرع الكويتي أن يكون للهيئة إلزام البورصة باتخاذ كل ما من شأنه قيام الشركات المدرجة بالإسراع في الإفصاح عن أي تغييرات جوهرية غير معلومة للكافة مما يمكن أن يكون لها تأثير على سعر الأوراق المالية التي أصدرتها الشركة وذلك بأن تصدر فورا بيانا يوضح طبيعة هذا الأمر وأن تخطر كل من الهيئة والبورصة وأن تنشره بالوسيلة التي تحددها الهيئة ومراجعة القرارات والإجراءات التي تؤثر في أسعار الأوراق المالية والواجب الإفصاح عنها.

<u>سوق الأوراق المالية :</u>

تلعب سوق الأوراق المالية دورا مزدوجا أيضا فيما يتعلق بواجبها بالإفصاح والشفافية حيث إنها تتلقى المعلومات والبيانات المالية من الشركات المدرجة وبالتالي فمن الطبيعي أن يلزمها المشرع بالإفصاح عن تلك تلك المعلومات والبيانات للكافة وإلا أصبحت تلك المعلومات والبيانات غير ذات قيمة ولم يتحقق مقصود المشرع من فرض الالتزام بالإفصاح والشفافية على الشركات المصدرة لإدارة البورصة.

وقد أنشأت كل من الكويت والأردن سوقا متخصصا للأوراق المالية, ونظمته قانونا بما يضمن مبدأ الإفصاح والشفافية في تداول الأوراق المالية, وذلك باستقبال المعلومات المحددة من الشركات والجهات المصدرة وإعلام الجمهور والهيئة المشار إليها بها.

فبالنسبة للأسهم مثلا يتعين على البورصة أن تفصح عن اسم الشركة والنظام القانوني الخاضعة له وقيمة رأس المال المصدر والمدفوع ونوع الاكتتاب وعدد المكتتبين ونوع الأسهم والقيمة الاسمية للسهم وتاريخ موافقة إدارة البورصة على القيد .

---

(1) مادة4 من تعليمات الافصاح الاردنى لسنة 2004م

(2) راجع مادة 103 من قانون 7 لسنة 2010م الكويتى بانشاء هيئة اسواق المال وتنظيم نشاط الاوراق المالية

أما بالنسبة للسندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى فإن من واجب البورصة أن تفصح عن الجهة المصدرة لهذه الأوراق وقيمة السند أو صك التمويل والعائد وتاريخ استحقاقه ونوع الاكتتاب وتاريخ موافقة إدارة البورصة على القيد ونوع الجدول الذي جرى به القيد وتاريخ ورقم الإصدار الذي قيدت أوراقه .

"بالإضافة إلى أن البورصة تلتزم أيضا بالإفصاح عن حركة الأوراق المالية المقيدة بها من خلال تقارير دورية تقدمها لهيئة سوق المال ويتم إصدار هذه التقارير بصورة يومية تبين نوع الأوراق المالية التي جرى التعامل عليها وسعر كل منها وكمية الأوراق المتداولة ونوع العملية وإجمالي عدد العمليات في اليوم الواحد علاوة على بيان عدد العمليات التي أجريت على الأوراق المالية غير المقيدة، كما تلتزم البورصة بإصدار تقارير نصف شهرية أو شهرية عن حركة التداول يتضمن بيان بحجم تداول الأوراق المالية من حيث الكمية والقيمة الإجمالية وعدد العمليات كما يتضمن آخرسعر إقفال والقيمة السوقية المعدلة للأسهم التي تم شطب سعر إقفالها" [(1)].

وأخيرا فإن البورصة تصدر تقريرا سنويا عن حركة التداول السابق ذكرها مقارنة بالعام السابق وأهم المظاهر التي حدثت خلال العام الحالي ومدى تأثيرها على سوق الأوراق المالية وحجم التعامل في الأوراق المالية, ومقترحات إدارة البورصة لعلاج الآثار السلبية لتلك الظواهر[(2)].

ثالثاً : شركات الوساطة المالية

تعتبر شركات الوساطة المالية هي المحرك الأساسي في إبرام صفقات تداول الأوراق المالية, ومن ثم تعد العصب الذي يربط بين المستثمر والبورصة, فلا تتم أية عملية تداول للأوراق المالية دون تدخل وسيط مالي لتنفيذ أوامر المشترى أو البائع للأوراق المالية .

ويجب على هذه الشركات الالتزام بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية من ناحيتين الأولى الإفصاح بالمعلومات المالية تجاه هيئة الأوراق المالية وإدارة البورصة والثانية الإفصاح لعملائها وبشفافية متناهية عن المعلومات التي تهمه لاتخاذ قرار البيع والشراء .

---

(1) بدوي، بلال عبد المطلب, المرجع السابق, ص 80.

(2) بدوي، بلال عبد المطلب, المرجع السابق, ص 81.

حيث تلزم شركات الوساطة المالية ابتداءً تجاه الهيئة العامة للأوراق المالية وإدارة البورصة بالإفصاح وتزويد تلك الجهات بتقاريرها الدورية السنوية ونصف وربع السنوية والتي يجب أن تكون معتمدة من مراجع حسابات مفوض من قبلها ومعتمد من هيئة الأوراق المالية والبورصة, بالإضافة إلى التزام تلك الشركات بتقديم المعلومات الدقيقة لهيئة الأوراق المالية وإدارة البورصة عما يتوفر لديها من معلومات , كتعاملات داخلية أو مضاربات غير مشروعة أو تلاعب أسعار.

أما بالنسبة لالتزام شركات الوساطة المالية بالإفصاح نحو المتعاملين في الأوراق المالية, فهذا التزام أساسي باعتبار دورها كوسيط [1], يفرض عليها الإفصاح عن كافة البيانات المفيدة للعملاء إضافة إلى التزامها بالتبصير لأولئك العملاء عن كل ما يتعلق بمعاملات البيع والشراء للأوراق المالية, مع الامتناع عن توجيه العميل وجهة معينة في سبيل الإقدام على صفقات لشراء أو بيع أوراق مالية معينة بأكثر أو أقل من سعرها العادي.[2]

وقد أخذت القوانين المختلفة ومن بينها القانون الأردني والكويتي مبدأ إلزامية الوساطة في تداول الأوراق المالية [3] , "مع إلزام شركات الوساطة بالإفصاح عن المعلومات الهامة للعميل ورعاية مصالحه وعدم تأثير أي تعارض بين مصلحة الشركة ومصلحة العميل أو الخدمات المقدمة له, ويجب عليه الإفصاح كتابة عن أية تعارض في هذه المصالح ما لم يكن ذلك إفصاحا عن معلومات داخلية وفى هذه الحالة، يجب على الشخص المرخص له إيجاد الخطوات اللازمة لضمان المعاملة العادلة للعميل" [4].

"ويجب على شركة الوساطة ان تمكن العميل بشكل واضح وكاف من فهم طبيعة المخاطر المتعلقة بنوع الصفقة التي يسير فيها"[5].

---

(1) العثمان, جمال عبد العزيز, المرجع السابق، صـ336

(2) العثمان, جمال عبد العزيز, المرجع السابق، صـ337، بدوى, بلال عبد المطلب, المرجع السابق صـ81.

(3) مادة 69من قانون الاوراق المالية الاردنى رقم 76 لسنة 2002م والمادة 6/أ من النظام الداخلى لبورصة عمان الصادر سنة 2004م والمادة 27 من اللائحة التنفيذية لسوق الكويت للاوراق المالية.

(4) المادة 162 من اللائحة التنفيذية للقانون 7 لسنة 2010م الكويتى.

(5) المادة 164 من اللائحة التنفيذية للقانون 7 لسنة 2010م الكويتى.

رابعاً:المتعاملون

يقصد بالمتعاملون بالأوراق المالية الأشخاص الطبيعية او الاعتبارية الذين تحققت او ستحقق لهم مصلحة في بيع أو شراء أوراق مالية لجهة مصدرة, ويلحق بالشخص الطبيعي زوجته وأبنائه القصر.

وقد فرض المشرع الأردني والكويتي على المتعاملين الذين بلغت ملكيتهم حداً معينا من رأس مال الجهة المصدرة إخطار الهيئة وإدارة البورصة حال تحقق هذه النسبة من ملكية الأسهم.

فيجب عليهم أن يقوموا بالإفصاح عن بيانات ومعلومات معينة حددها المشرع ووضع لها ضوابط وشروط معينة وكذلك المصالح التي تتحقق لدى متعامل أو أكثر في أسهم شركة معينة مما يعرف بالعرض العام للشراء , وذلك بموجب التشريعات الصادرة بهذا الشأن ولوائحها التنفيذية، فنجد أن المشرع الأردني قد نص على حكم خاص فيما لو أراد أي شخص تملك 40% من أسهم اي جهة مدرجة, فيجب علية أن يقوم بذلك بناء على عرض تملك عام ووفقا لضوابط نص عليها القانون[1]، بالإضافة إلى إلزام المشرع لأعضاء مجلس البورصة وممثلي الأعضاء المنتخبين بالإفصاح للهيئة والبورصة عن نصاب ملكيتهم من الأوراق المالية هم وأقربائهم من الدرجة الأولى، وعن أي تغيير في ذلك خلال سبعة أيام من تاريخ التغيير[2], وكذلك الحال بالنسبة للمدير التنفيذي أو احد موظفي البورصة, فان عليهم التصريح خطيا تجاه الهيئة بما يملكه أي منهم من أوراق مالية حال استلام مهامه وكذلك عند حدوث أي تغيير في هذه الملكية[3].

كما يجب على اى شخص يمتلك أو يقع تحت تصرفه 5% أو أكثر للمرة الأولى من اى ورقة مالية لشركة مصدرة إعلام الهيئة خطيا خلال أسبوع من تاريخ حدوث ذلك, كما يقوم بإبلاغها عن تملكه نسبة تبلغ 1% إضافية خلال أسبوع من تاريخ حدوث ذلك، والإفصاح عن نيته من الشراء عند الوصول إلى نسبة 10% [4].

---

(1) المادة 45 من قانون الاوراق المالية الاردنى رقم 76 لسنة 2002م.

(2) المادة 21/أ من النظام الداخلى لبورصة عمان,الاردن

(3) المادة 28/أ من النظام الداخلي لبورصة عمان, الأردن

(4) انظر المادة 13 من تعليمات افصاح الشركات المصدرة لسنة 2004م(الاردن)

"أما المشرع الكويتي فقد اوجب على الشخص المستفيد وهو كل من له مصلحه تمثل 5% فأكثر من رأس مال شركة مدرجة بالبورصة" [1], "وكان ذلك بشكل مباشر أو غير مباشر أو بالتحالف مع آخرين أن يفصح للبورصة والشركة المدرجة خلال مدة لا تتجاوز خمسة أيام عمل على تحقق المصلحة" [2] ، "ويجب على المستفيد كذلك عند أي تغيير يطرأ على المصلحة محل الإفصاح يتجاوز نصف الواحد بالمائة من رأس مال الجهة المصدرة خلال مدة لا تتجاوز خمسة أيام عمل من تاريخ التغيير ويبقى هذا التبليغ واجبا ،عندما يؤدى التغيير إلى انخفاض المصلحة عن 5% من رأس المال"[3].

ويكون الإفصاح عن المصلحة من قبل المستفيد وفقا لنماذج تحددها الهيئة والتي تشمل بحد أدنى اسم الشخص المستفيد وأسماء أي أشخاص آخرين ساهموا في تحقيق المصلحة وتفاصيل اى دعم مادي من شخص أخر لعملية التملك أو قروض التمويل مع بيان الهدف من التملك إذا كان الاستحواذ على الشركة أو الاستثمار فيها أو غير ذلك وبيان مجموع الأسهم ذات الصلة مع تفصيل ما كان يملكه قبل التصرف وإجمالي عدد الأسهم التي يملكها بعد التصرف والنسبة التي يمتلكها من رأس مال الشركة مع تحديد طبيعة التصرف والأساس المعاون للإفصاح [4], كما يجب على الشخص المستفيد أو الشركة تزويد الهيئة وبالسرعة الممكنة بأي معلومات او تفسيرات تطلبها للتحقق من صحة ودقة بيانات الإفصاح [5] .

---

(1) عند حساب العدد الاجمالى للاسهم التى تكون لاى شخص مستفيد مصلحة فيها يؤخذ فى الاعتبار اى اسهم يملكها او يسيطر عليها زوجته والاولاد القصر واى شركة يملك فيها نسبة 30% او اكثر من حقوق التصويت واى اسهم يملكها اشخاص اخرون اتفق ذلك الشخص معهم على مصلحة فى اسهم المصدر .مادة 381 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنة 2010م.

(2) مادة 101،100 من القانون رقم 7 لسنة 2010م بشأن انشاء هيئة اسواق المال الكويتى.

(3) مادة 102من القانون رقم 7 لسنة 2010م بشأن انشاء هيئة اسواق المال الكويتى, والمادة 385 من اللائحة التنفيذية لهذا القانون.

(4) راجع مادة 388 من اللائحة التنفيذية للقانون 7 لسنة 2010م الكويتى.

(5) راجع مادة 389 من اللائحة التنفيذية للقانون 7 لسنة 2010م الكويتى.

المبحث الثالث

المعلومات الخارجة عن نطاق الالتزام بالإفصاح والشفافية

الأصل هو علانية المعلومات التي يمكن الرجوع إليها عند التعامل في الأوراق المالية بنشرها للجميع،والاستثناء هو حجب المعلومات وعدم الإفصاح عنها في حالات معينة وبشروط محددة ، ولذا فان المشرع قد توسع في المعلومات الواجب الإفصاح عنها، وكون المعلومات السرية قاصرة في نطاقها على حد معين لا يخل بمصلحة المتعاملين في سوق الأوراق المالية.

فالالتزام بالإفصاح وإن كان يعد المعول الأكثر تأثيرا على نجاح سوق الأوراق المالية وتحقيق الاستقرار لمعاملاته، فإن ذلك يجب ألا يكون بمعزل عن التوازن في تحقيق المصالح التي تتنازعها مصلحة المتعاملين في الأوراق المالية من جهة ومصلحة الجهات المصدرة للأسهم من جهة أخرى .

فالنجاح الحقيقي الذي يمكن أن يحققه السوق إنما يرتبط بتحقيق التوازن بين نوعين من المصالح بينهما قدرٌ كبيرٌ من التعارض، المصلحة الأولى هي مصالح المساهمين وحقهم في الحصول على كافة المعلومات التي تمكنهم من اتخاذ القرار الذي يحقق أفضل مصلحة ممكنة , وهو ما يتطلب تطبيق الالتزام بالإفصاح على أعلى مستوى من ناحية, ومن ناحية أخرى هناك مصلحة ثانية متعارضة هي مصالح الشركات التي يجرى التعامل على أوراقها المالية والتي تقتضي مصلحتها في حالات كثيرة التخلي عن الالتزام بالإفصاح ، والاحتفاظ بالسرية لبعض المعلومات الهامة التى تكفل تحقيق أعلى عائد من الأرباح دون المساس بشفافية سوق المال[(1)].

وهنا يبدو دور القانون باعتباره الآلية التي يمكن من خلالها تحقيق التوازن المنشود, وذلك بالعمل على وضع ضوابط تضمن تحقيق المصلحتين بالقدر المناسب لكل منهما, بما لا يخل بمصلحة كل طرف, إلا أن الملاحظ في الفترة الأخيرة تغليب مبدأ الإفصاح على مبدأ السرية, حيث كان مبدأ السرية هو المسيطر على معاملات الشركات فبدأ التنازل عنه شيئا فشيئا لحساب مبدأ الشفافية بما يتطلبه من إفصاح عن كثير من المعلومات التي كان ينظر إليها من قبل على أنها سرية ولا يجوز الاقتراب منها, وهوما أملته الظروف واتساع نشاط الشركات المساهمة والرغبة في زيادة الاستثمار في الأوراق المالية, حيث لم يكن من المناسب مواكبة هذه الظروف في ظل هيمنة مبدأ السرية على سلوكيات الشركات المعنية.

فلكل من واجب الإفصاح ومبدأ السرية دوراً هام في ضبط العلاقات القائمة بين المتعاملين في الأوراق المالية فان الأمر يتطلب رسم حدود فاصلة بين المعلومات التي يجب الإفصاح عنها

(1) بدوي, بلال عبدالمطلب, المرجع السابق ص104

وبين تلك التي يتعين الحفاظ عليها وعدم الإفصاح عنها وقد سبق وأن أوضحنا المعلومات الواجب الإفصاح عنها, وهنا نحاول أن نضع الأطراف العامة للمعلومات السرية .

فإلى جانب المعلومات التي فرض القانون الإفصاح عنها من أجل تهيئة الجو المناسب للاستثمار في السوق, هناك معلومات أخرى سرية من حق الشركة عدم الإفصاح عنها وسنعرض هنا لتعريف المعلومات السرية وخصائصها:

أولاً: المقصود بالمعلومات السرية :-

المعلومات السرية هي المعلومات التي تدور حول شيء معين ويمكن استخلاص نتيجة محددة من الإفصاح عنها أو العلم بها كالمفاوضات التي تجريها الشركات أو الأسرار الصناعية أو التجارية.

والسر بصفة عامة هو كل واقعة أو معلومة محددة لم يعلم بها أحد سوى صاحب الشأن والأسرار التي تهتم الشركة بحمايتها قد تكون أسرار صناعية أو تجارية.

ويعتبر من قبيل الأسرار الصناعية كل طريقة أو أسلوب أو خطة للتصنيع يقدم فائدة عملية أوتجارية بدأ بتنفيذها بواسطة إحدى الشركات وفرضت السرية عليها حتى لا تستفيد منها الشركات المنافسة ومن ثم تشمل الأسرار الصناعية كل طريقة لتصنيع منتج أو تركيبة فنية للمواد الخام أو تكنولوجيا ومعرفة فنية في نشاط الشركة ولا يشترط أن يكون للسر الصناعي أهمية كبرى بل يكفي أن تتحقق فائدة من استخدامه.[1]

أما الأسرار التجارية فقد تكون غير معروفة بشكل عام في صناعة ما, ويتم استخدامها في علاقة عمل للحصول على ميزة تنافسية, وتكون المعلومة سرية ومحددة مثبتة, حيث يعد من الأسرار التجارية عمليات الشركة المستقبلية, وطريقة تسويق المنتجات ووسائل الدعاية والعملاء ومصادر التمويل والمفاوضات التجارية والتغيرات المستقبلية في هيكل الملكية كالاندماج والاستحواذ وعمليات التشغيل التي تتيح فتح اسواق واستثمارات جديدة .[2]

ثانيا: نطاق المعلومات السرية

يمكن تحديد نطاق المعلومات السرية التي يحق للشركات الاحتفاظ بها وعدم الإفصاح عنها, من خلال خصائص تلك المعلومات والتي من أهمها أن :

1. أن تكون المعلومة محددة: وهى التي تدور حول شئ معين مثل إصدار سندات جديدة أو توزيع أسهم مجانية أو غير ذلك مما يؤثر على سعر الأوراق المالية التي تتعلق بها الشركة،أما المعلومات غير

(1) بدوي, بلال عبدالمطلب, المرجع السابق ص105.

(2) عبدالحميد, رضا السيد, كرمان, محمد على جرائم الشركات في النظام السعودي دار النهضة العربية 1996 ص 153:155.

المحددة مثل توقع تحقق الشركة أرباحاً في المستقبل أو إنها ربما تتكبد خسائر ، فلا يمكن إضـــفاء وصف السرية على تلك التنبؤات طالما لم تصدر بصفة رســمية أو تأخــذ مرحلــه المفاوضـــات الجدية[1].

2. أن تكون المعلومة مرتبطة بالأوراق المالية ومؤثرة في سعرها: فالمعلومات التي لا تتعلق بـــالأوراق المالية لا تدخل ضمن نطاق هذه المعلومات وإذا تعلقت المعلومات بالأوراق المالية فلا بد أن يكون لها تأثير على سعر الورقة المالية ، فقد تدور المعلومة حول تعديل أو تفسير أمر معلوم بالكافة مـــن قبل مع ذالك تظل المعلومة سريه طالما كان البعض استغلال هذه المعلومة للوصول إلى نتائج قـــد تؤثر على قراره بالبيع أو الشراء فيكفى أن يكون نوع من الخبرة حتى تكـــون المعلومـــة ســـريه، وليس بالضرورة أن تكون جديد بصفة مطلقة[2].
3. أن تظل المعلومة سرية لفترة معينة: فالسرية غالباً سرية نـــسبية مـــن حيـــث المـــضمون والمـــدة, فالمعلومة السرية لابد أن تكون سرية لم يتم الإفصاح عنها, وأن تظل سرية لفترة زمنيـــة معينـــة, ومعيار السرية هنا معيار موضوعي يتعلق بموضوع المعلومات التي تخرج عن نطـــاق إلزاميـــة الإفصاح أو إنها معلومات تتعلق بمفاوضات أو مقدمات تسبق قرارات سيتم الإفصاح عنها, وفتـــرة السرية يصعب تحديدها بطريقة تحكمية وإنما حسب ظروف كل حالة ويترك الأمر للجهة المختصة للفصل في كل حالة على حدة [3].
4. الجهات والأشخاص الذين لهم حق الاحتفاظ بالمعلومات السرية: يمكن تقسيم هؤلاء الأشخاص إلـــى فئتين:

الأولى: فئة المطلعين على المعلومات السرية من داخل الشركة بحكم وظائفهم وبما لهم من سلطة تسمح لهم باتخاذ القرارات وإبرام التصرفات في الشركة, ويتنوع المنتمون إلى هذه الفئة إلى نوعين, إمـــا أن يكون من القائمين على إدارة الشركة مثل رئيس مجلس الإدارة أو أعضاء المجالس أو المـــدراء العموميين أو مراقبي الحسابات أو المستشارين الماليين أو القانونيين أومصفي الـــشركة أو ســـنديك التفليسة عند الحكم بإفلاس الشركة.

أما الفئة الثانية من المطلعين على المعلومات السرية فتشمل كل من يتعامل مع الشركة وهو ليس عضو فيها, أي أنه من خارج الشركة وكان يعلم أمراً سرياً بحكم اتصاله بالشركة بشكل أو بآخر بمناســـبة

---

(1) بدوي, بلال عبدالمطلب, المرجع السابق ص109

(2) فتحي, حسين, تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة, دار النهضة العربية 1996 ص 46.

(3) بدوي, بلال عبدالمطلب, المرجع السابق ص111: 113.

التحضير لعملية ما, ويدخل ضمن هذه الطائفة المحامون والمحاسبون والـــصحفيون والمهندســـون والخبراء[1].

وهذه المعلومات يحق للفئتين الاحتفاظ بها طالما أنها تتصف بالسرية وبالتالي تخرج عن نطاق المعلومات الواجب الإفصاح عنها, طالما أن المشرع لم يوجب الإفــصاح عنهـــا أو كانـــت تخرج عن النطاق العام للشفافية التي توجب الإفصاح عن المعلومات الهامة التي تؤثر في تـــداول الأوراق المالية بالقيمة الحقيقية للورقة المالية والمعدل الطبيعي للمتوقع منها من عائـــد أو أربـــاح مالية.

(1) بدوي, بلال عبدالمطلب, المرجع السابق ص115: 117.

الفصل الثاني

الإخلال بالإفصاح في بورصة الأوراق المالية

نظراً لاهمية مبدا الافصاح والشفافية لاستقرار سوق الاوراق المالية وازدهارها وتدعيم ثقة المتعاملين فيها فقد حدد المشرع مجموعة جزاءات يمكن من خلالها إجبار المخاطبين بهذا القانون على الالتزام بالشفافية والإفصاح .

لذا سنعرض في هذا الفصل للجهات المختصة بالرقابة على الإفصاح والشفافية ومظاهر الإخلال بالإفصاح والشفافية والممارسات غير المشروعة التي تتم عن الإخلال بالإفصاح والشفافية والجزاءات المقررة قانوناً عن مخالفة الالتزام بالإفصاح والشفافية كل في مبحث مستقل .

المبحث الأول

الرقابة في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية

تمهيد:

لكي نضمن تطبيق الالتزام بالإفصاح والشفافية لابد من جهات رقابية تمارس الرقابة والإشراف على تطبيق هذا المبدأ على الوجه الأكمل وتبعا لهذا الدور تنقسم الرقابة على الإفصاح والشفافية إلى رقابة داخلية ورقابة خارجية وسنعرض لكل منهما .

المطلب الأول

الرقابة الداخلية على تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية

الرقابة الداخلية: هي الرقابة التي تتم من داخل الجهات المصدرة للأوراق المالية, ومن ثم تتمثل في الرقابة من الجمعية العمومية للمساهمين, ومراجع الحسابات وسنعرض لصورتي الرقابة الداخلية

أولا: الرقابة المباشرة لجمعية المساهمين :-

للمساهمين الحق في الرقابة على مجلس إدارة الشركة والمديرين والموظفين من خلال الجمعية العمومية للمساهمين, وذلك لضمان تنفيذ المهام الموكلة إليهم في إدارة الشركة وتنفيذ أعمالها والتزاماتها ومنها الالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية عن المعلومات والبيانات المتعلقة بأنشطة الشركة ويمارس المساهمون حق الرقابة من خلال عدة وسائل من أهمها الجمعية العمومية وطلب الاجتماع الطارئ للجمعية العمومية غير العادية لمناقشة الإدارة في إدارة الشركة ومنها الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية الواجب عليها.

(أ) الرقابة المقررة في اجتماع الجمعية العمومية العادية (الهيئة العامة):

"تتمثل هذه الرقابة من خلال تمكين المساهمين من الاطلاع على المعلومات الواجب الإفصاح عنها على النحو السابق بيانه لتمكينهم من التعرف على وضع الشركة المالي ، والقانون الأردني نص بالمادة 274 من قانون الشركات على هذا الحق للمساهمين , ونص القانون الكويتي على هذا الحق بالمادة 157 من قانون الشركات رقم 15 لسنة 1960, وتتم الرقابة الداخلية من خلال سماع رأي مجلس الإدارة عن نشاط الشركة ومركزها المالي خلال السنة والإيرادات والمصروفات وصافي أرباح الشركة, ويقرر مراقب الحسابات وبحث الاعتراضات الخاصة بزيادة رأس المال وإصدار السندات والاقتراض والرهن والكفالات". ([1])

([1]) راجع نص المادة 274 من قانون الشركات الاردني رقم 22 لسنة 1997 ويقابلها في القانون الكويتي نص المادة 157 من قانون الشركات الكويتي.

(ب) الرقابة المقررة في اجتماع الجمعية العمومية وغير العادية:

"يحق للجمعية العامة لشركات المساهمة أن تنعقد بصفة غير عادية بناء على دعوة من مجلس الإدارة أو بناء على طلب كتابي موجه إلى مجلس الإدارة من عدد من المساهمين يملكون ما لا يقل عن ربع أسهم الشركة ويجب على مجلس الإدارة في هذه الحالة الأخيرة أن يدعو الجمعية العمومية للاجتماع بصفة غير عادية خلال شهر من تاريخ وصول الطلب، ويجوز بالطبع إعمال الرقابة على الالتزام بالإفصاح من خلال بحث موضوع إقالة رئيس مجلس الإدارة أو أحد أعضائه لمخالفة هذا الالتزام, إذا كان من شأنه تحقيق خسائر للمساهمين أو تعرض الشركة لجزاءات مالية, حيث أن المخاطب بالإفصاح هو مجلس إدارة الشركة كما سبق القول".[1]

(ج) الرقابة للمساهمين من خلال المسئولية المدنية لأعضاء مجلس إدارة الشركة:

حيث نصت المادة 159 من قانون الشركات الأردني على مسئولية رئيس وأعضاء مجلس إدارة الشركة بالتضامن والتكافل تجاه المساهمين عن تقصيرهم أو إهمالهم في إدارة الشركة، ومن ضمن واجبات تلك الإدارة الالتزام بالقوانين المنظمة لتداول الأسهم ومنها الالتزام بالإفصاح والشفافية.

ثانياً: الرقابة الداخلية من خلال لجان التدقيق ومراقب الحسابات

(أ) الرقابة من خلال لجان التدقيق:

"أوجبت بعض التشريعات ومنها التشريع الأردني"[2], "على مجلس إدارة الشركات المصدرة للأوراق المالية أن تشكل لجنة تسمى لجنة تدقيق تتألف من ثلاثة أعضاء من غير الأعضاء التنفيذيين وتسمية أحدهم رئيساً للجنة وإعلام الهيئة بذلك"[3], "وقد حددت تعليمات إفصاح الشركات لسنة 2004 مهام لجنة التدقيق والتي تتلخص في مناقشة الأمور المتعلقة بترشيح مدقق الحسابات الخارجي والتأكد من استيفائه شروط الهيئة وعدم وجود ما يؤثر على استقلاليته ومدى تأثير أية أعمال أخرى يقوم بها لحساب الشركة على هذه الاستقلالية, وبحث كل ما يتعلق بعمل مدقق الحسابات بما في ذلك ملاحظاته ومقترحاته وتحفظاته ومتابعة مدى استجابة إدارة الشركة لها وتقديم التوصيات بشأنها إلى مجلس الإدارة, ومراجعة مراسلات الشركة مع مدقق الحسابات الخارجي وتقييم ما يرد فيها وإبداء الملاحظات والتوصيات بشأنها ومتابعة مدى تقيد الشركة

---

(1) مادة 159 من قانون الشركات الكويتي رقم15 لسنة 1960 ويقابلها المادة 172 من قانون الشركات الأردني رقم 22 لسنة 1997.

(2) مادة 46 من قانون الأوراق المالية رقم 76لسنة 2002.

(3) يعتبر عضو الإدارة غير تنفيذي إذا لم يكن موظفاً في الشركة أو يتقاضى راتباً منها, راجع المادة 15 من تعليمات إفصاح الشركات لسنة 2004 الأردني .

بقانون الأوراق المالية والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بموجبه ودراسة التقارير الدورية قبل عرضها على مجلس الإدارة وتقديم التوجيهات بشأنها مع التركيز على ما يلي: أي تغير في السياسات المحاسبية المتبعة, وأي تغير على حسابات الشركة جراء عمليات التدقيق أو نتيجة لمقترحات مدقق الحسابات, ودراسة خطة عمل مدقق الحسابات والتأكد من أن الشركة توفر للمدقق كافة التسهيلات الضرورية للقيام بعمله, ودراسة وتقييم إجراءات الرقابة الداخلية والاطلاع على تقييم المدقق الخارجي لهذه الإجراءات والاطلاع على تقارير الرقابة الداخلية ولاسيما المتعلقة بأية مخالفات تظهر نتيجة لعمل المدقق الداخلي والتوصية لمجلس الإدارة فيما يتعلق بالأمور المرتبطة بإجراءات التدقيق الداخلي وعمل المدقق الداخلي والتأكد من عدم وجود أي تضارب في المصالح قد ينجم عن قيام الشركة بعقد الصفقات وإبرام العقود أو الدخول في المشروعات مع الأطراف ذوى العلاقة وأية أمور أخرى يقررها مجلس الإدارة". ([1])

"وللجنة التدقيق الصلاحيات التي تكفل تأدية وظيفتها من طلب أي معلومات من موظفي الشركة وعلى الموظفين التعاون على توفير هذه المعلومات بشكل كامل ودقيق وكذلك طلب المشورة القانونية أو المالية أو الإدارية أو الفنية من أي مستشار خارجي وطلب حضور أي موظف في الشركة إذا ما أرادت الحصول على المزيد من الإيضاحات, وطلب حضور مدقق الحسابات الخارجي إذا أرادت اللجنة ضرورة مناقشة أي أمور تتعلق بعمله مع الشركة ولها كذلك أن تستوضح أو تطلب رأيه خطيا والتوصية لمجلس الإدارة بترشيح مدقق حسابات خارجي أو داخلي". ([2])

<u>ب) الرقابة الداخلية التي يمارسها مراجع الحسابات ومدقق الحسابات</u>

نظرا للأهمية الكبيرة للتقارير المالية للشركات المصدرة للأوراق المالية التي تعد من قبل مراجعي الحسابات في بيان المركز المالي والاقتصادي للجهات المصدرة فقد كان لهؤلاء دور هام في الرقابة على تلك الجهات ومراجعة حساباتها وبياناتها ومستنداتها المالية بالشكل الذي يقدم الصورة الواضحة للجمعية العمومية لوضع تلك الجهة والظروف التي تحيط بها ومن خلال الدور الرقابي الذي منحه المشروع لمراجعي الحسابات لن تمر أي مخالفات أو تجاوزات على الجمعية العمومية للمساهمين دون أن تكشف من قبله إلا في حالة وجود تواطؤ من القائمين على الجهة المصدرة ومراجع حساباتها, وحينئذ تتحقق مسئولية مراجع الحسابات على ذلك التواطؤ بالإضافة إلى جهة الإدارة في الشركة المصدرة ومراجع الحسابات الداخلي وهو من موظفي الشركة أما الخارجي فهو مكتب خارجي مستقل عن الشركة وقد ألزم المشرع مدقق الحسابات بان يضع تقارير مالية للشركة المصدرة للأوراق المالية وان يضع مدقق الحسابات الميزانية العامة للشركة

([1]) راجع تعليمات افصاح الشركات الاردني لسنة 2004

([2])راجع تعليمات افصاح الشركات الاردني لسنة 2004

وحساب الأرباح والخسائر الختامي, وقائمة التدقيق النقدي وبيان التغيرات في حقوق المساهمين والإيضاحات اللازمة حول البيانات المالية السنوية للشركة والمتضمن إقراراً منه بان إجراءات التدقيق قد تمت وفقا لمعايير التدقيق المعتمدة بموجب تعليمات المحاسبة (1) وذلك لضمان الرقابة الداخلية لمدقق الحسابات على المعلومات التي ترد من الشركات إلى هيئة سوق المال, وقد ألزم المشرع كذلك مدقق الحسابات الداخلي بعمل تقرير سنوي عن البيانات المالية السنوية للشركة من واقع تقرير مدقق الحسابات, وله في سبيل وضع التقرير السنوي له جميع الصلاحيات التي نكفل صحة تقريره وشفافية المعلومات الواردة به.

ويجب أن يشمل تقرير مدقق الحسابات الخارجي للشركة على الأمور التالية أ) تاريخ التقرير ب)اسم مكتب التدقيق واسم وتوقيع المدقق وتصديقه وعنوانه ج)البيانات المالية التي يشملها التقرير د) إقرار بأن إجراءات التدقيق قد تمت وفقا لمعايير التدقيق الدولية هـ)رأي المدقق حول صحة وعدالة البيانات المالية والشهادة بان هذه البيانات قد أعدت وفقا لمعايير المحاسبة الدولية[2].

---

(1) وضعت المادة 17 من تعليمات إفصاح الشركات الأردنية لسنة 2004 شروط مدقق الحسابات وهو أ)ان يكون حاصلا على اجازة مزاولة المهنة سارية المفعول ب)أن يكون عضوا في جمعية المحاسبين التعاونيين الأردنيين ج) أن يكون مصنفاً بالهيئة د) وفقا لنظام تصنيف المدققين المعمول به هـ) أن يكون قد مارس المهنة بشكل متفرغ لمدة ثلاث سنوات متتالية على الأقل بعد حصوله على إجازة مزاولة المهنة و)أن شاركه أو يعمل معه مدقق واحد أو أكثر مما تتوافر بهم الشروط السابقة.

(2) مادة 19 من تعليمات إفصاح الشركات الأردنية.

المطلب الثاني

الرقابة الخارجية في تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية

هناك جهات رقابية خارجية من عدة أطراف تباشر الرقابة الخارجية في عملية الإفصاح وهى رقابة الوزارة المختصة والهيئة العامة للأوراق المالية وإدارات البورصة:

أولا :رقابة الوزارة المختصة:

تتولى الوزارة التي توكل إليها مهمة الإشراف على الأنشطة المتعلقة بتداول الأوراق المالية, الرقابة على تطبيق التشريعات المنظمة للبورصة بشكل عام وعلى تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية بشكل خاص وغالبا ما تكون تلك الوزارة هي وزارة الاقتصاد, وتمارس هذه الوزارة الرقابة من خلال مندوب لديها تكون مهمته مراقبة القوانين واللوائح, فله حق الحضور والمراقبة وإبداء الرأي والاطلاع على الملفات والتقارير, والتأكد من أداء الجهات الملزمة بالإفصاح عن المعلومات والبيانات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة بالإضافة إلى ما يصدر عنه بصفته رئيسا للهيئة العامة للأوراق المالية

وفى الكويت نجد وزارة التجارة والصناعة لديها سلطة الإشراف والرقابة على أنشطة وعمليات البورصة, وذلك من خلال هيمنتها على سلطة الترخيص لطرح أية أوراق مالية سواء كانت كويتية أو غير كويتية للاكتتاب العام داخل الكويت حيث لا يجوز مزاولة عمليات طرح الأوراق المالية إلا بعد ترخيص من وزارة التجارة والصناعة وفقاً لاجراءات طويلة نوعاً ما لضمان الجدية وحماية أموال الجمهور [(1)].

أما بالنسبة للمملكة الأردنية الهاشمية فنجد ذلك من خلال الرقابة التي قررها المشرع الأردني لوزير الصناعة والتجارة وذلك لمراقبة الشركات التي منحته عددا من الصلاحيات التي تمكنه من التأكد من مدى التزام الشركة بواجباتها, بما فيها واجبها في الإفصاح عن المعلومات.

هذا فضلا عن تعيينه مندوب للحكومة في البورصة, لمراقبة تطبيق القوانين واللوائح المنظمة لتداول الأوراق المالية داخل البورصة, ومما لا شك فيه أن مخالفة القواعد الخاصة بالإفصاح يعد مخالفة لقوانين البورصة, مما يحق معه لمندوب الحكومة الاعتراض على القرارات السابقة إذا لم تراع فيه قواعد الإفصاح [(2)].

"ولا شك أن تمتع مندوب الحكومة بسلطة الرقابة داخل البورصة من شأنه أن يملى على البورصة قدرا كبيرا من التريث قبل الإقدام على اتخاذ قرار يخالف حكم القانون خاصة أن القوانين

---

(1) المادة 76 من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم 1960/15 .

(2) المادة 273 من قانون الشركات الأردنية, ياملكي, أكرم القانون التجاري, الشركات التجارية المرع السابق ص315

تمنح هذا المندوب حق الاعتراض على أي قرار يصدر من الجمعية العامة أو لجنة البورصة أو لجانها الفرعية". [1]

ثانياً: رقابة الهيئات العامة للأوراق المالية والبورصة

رقابة هيئة الأوراق المالية بالأردن في القانون 76 لسنة 2002:

أنشأ المشرع الأردني هيئة للرقابة على عمليات إصدار وتداول الأوراق المالية وكل ما يتعلق بها من أمور تنظيمية ، تسمى "هيئة الأوراق المالية تتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري ولها بهذه الصفة تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة والقيام بجميع التصرفات القانونية اللازمة لتحقيق أهدافها بما في ذلك إبرام العقود والاقتراض وقبول المساعدات والهبات والتبرعات ولها حق التقاضي وينوب عنها في الإجراءات القضائية المحامي العام المدني أو أي محام توكله لهذه الغاية وترتبط الهيئة برئيس الوزراء ويكون مقر الهيئة في مدينة عمان"[2] .

وأهداف هيئة الأوراق المالية الأردنية هي:-

1- حماية المستثمرين في الأوراق المالية.

2- تنظيم سوق رأس المال وتطويره بما يكفل تحقيق العدالة والكفاءة والشفافية.

3- حماية سوق رأس المال من المخاطر التي قد يتعرض لها.

وتتولى الهيئة في سبيل تحقيق أهدافها المهام والصلاحيات الرئيسة التالية:-

1- تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها.

2- ضمان إفصاح المصدرين بشكل كامل ودقيق عن المعلومات الجوهرية اللازمة للمستثمرين والمتعلقة بالإصدارات العامة للأوراق المالية.

3- تنظيم ومراقبة الإفصاح بما في ذلك التقارير الدورية التي يعدها المصدرون.

4- تنظيم شؤون الترخيص والاعتماد ومراقبة أعمال المرخص لهـــــــم والمعتمدين في سوق رأس المال.

5- تنظيم ومراقبة السوق وأسواق تداول الأوراق المالية.

6- تنظيم المركز ومراقبته.

---

(1) بدوي, بلال عبدالمطلب المرجع السابق ص98.

(2) راجع المادة 7 من القانون 76 لسنة 2002 الأردني.

7- "تنظيم صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار. ويتولى إدارة الهيئة والإشراف على شؤونها مجلس يسمى (مجلس مفوضي الهيئة) يتألف من خمسة مفوضين ويشترط في كل منهم أن يكون شخصا طبيعيا أردنيا متفرغا من ذوي الخبرة والاختصاص"[(1)].

"ويعين المفوضون, بمن فيهم الرئيس ونائبه, بقرار من مجلس الوزراء بناء على تنسيب رئيس الوزراء لمدة خمس سنوات قابلة للتجديد لمرة واحدة على أن يقترن القرار بالإرادة الملكية السامية, ويجوز بالطريقة ذاتها تغيير أي منهم بتعيين بديل له للمدة المتبقية من مدة المجلس و تحدد رواتب ومزايا المفوضين وسائر حقوقهم المالية بقرار من مجلس الوزراء.ويؤدي المفوضون أمام رئيس الـــــــوزراء قبل مباشرتهم لمهامهم اليمين التالية:-

اقسم بالله العظيم أن أكون مخلصا للملك والوطن وان أحافظ على الدستور وان احترم القوانين والأنظمة المعمول بها وان أقوم بمهام وظيفتي وواجباتها بشرف وأمانة وإخلاص" [(2)].

"ويحظر على الهيئة القيام بأي عمل تجاري أو المساهمة في المشاريع التجارية أو إقراض الأموال أو تملك أو إصدار الأوراق". [(3)].

"ويترتب على ذلك أن كل مفوض عليه عند تعيينه أن يقدم تصريحا خطيا لدى المجلس عن الأوراق المالية التي يملكها هو أو أي من أقربائه و التي تكون تحت تصرفه أو تحت تصرف أي من أقربائه وعن أي مساهمات أو حصص يملكها هو أو أي من أقربائه في أي شركة خدمات مالية أو تكون تحت تصرفه أو تحت تصرف أي من أقربائه وعن أي تغيير يطرأ على أي منها خلال ثلاثة أيام من تاريخ علمه بهذا التغيير، ويحظر على أي مفوض ممارسة أي مهنة أو القيام بأي عمل بما في ذلك إشغال المنصب الوزاري أو عضوية مجلس الأمة أو أي منصب أو وظيفة في الحكومة وفي المؤسسات الرسمية العامة والبلديات وفي أي شركة أو مؤسسة, أو أن يكون له أي تأثير في اتخاذ القرارات في الجهات المذكورة أو أن يقدم المشورة لأي منها" [(4)].

"ويكون الرئيس هو الرئيس التنفيذي للهيئة وآمر الصرف فيها والمنفذ لسياستها والمسئول عن إدارة شؤونها ويتولى في سبيل ذلك ما يلي:-

1- تنفيذ القرارات التي يتخذها المجلس.

2- توقيع العقود التي يفوضه المجلس بتوقيعها.

---

(1) راجع المادة 8 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(2) راجع المادة 10 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(3) راجع المادة 9 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(4) راجع المادة 11 من القانون 76 لسنة2002 الأردني

3- التوقيع, منفردا أو بالاشتراك مع غيره, على التقارير والبيانات المحاسبيـــــــة والكشوفـــــات المالية والمراسلات والوثائق الخاصة بالهيئة، ويقوم نائب الرئيس بالأعمال والمهام التي يكلفه بها الرئيس ويتولى صلاحيات الرئيس في حال غيابه أو شغور مركزه. و يقوم المفوضون بالأعمال والمهام التي يكلفهم بها الرئيس.وللرئيس تفويض أي من صلاحياته المنصوص عليها في هذا القانون لأي مفوض كما يجوز له تفويض أي من صلاحياته لأي موظف في الهيئة على أن يكون التفويض خطيا ومحددا" (1).

"ويجتمع المجلس, مرة على الأقل كل شهر وكلما دعت الحاجة, بدعوة من الرئيس أو نائبه عند غيابه ويكون اجتماعه قانونيا بحضور ما لا يقل عن أربعة من أعضائه على أن يكون من بينهم الرئيس أو نائبه, ويتخذ قراراته بأغلبية ثلاثة أصوات من أعضائه الحاضرين على الأقل ولا يجوز الامتناع عن التصويت وعلى العضو المخالف تثبيت مخالفته خطيا والتوقيع عليها. وتحدد الأحكام والإجراءات المتعلقة باجتماعات المجلس بموجب تعليمات يصدرها لهذه الغاية"(2).

ويخضع لرقابة الهيئة وإشرافها وفقا لأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه كل من:-1- المصدرين. 2- المرخص لهم. 3- المعتمدين. 4- السوق. 5- المركز. 6- صناديق الاستثمار المشترك وشركات الاستثمار.

وتخضع الجهات المشار إليها للتفتيش عليها والتدقيق على وثائقها وقيودها وسجلاتها من الجهة المختصة في الهيئة المخولة قانونيا بذلك.

"وتحقيقا للغايات المقصودة من هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه , تشمل الوثائق والقيود والسجلات, حيثما وردت , والبيانات البنكية والمراسلات والمذكرات والوثائق وملفات الحاسوب أو أي وسيلة لحفظ المعلومات والبيانات سواء كانت خطية أو الكترونية وللمجلس, وقبل إصدار أي تعليمات بموجب أحكام هذا القانون أو الأنظمة الصادرة بمقتضاه أو إجراء أي تعديل عليها ،نشر مشروع التعليمات أو تعديلاتها لتمكين الغير من إبداء أي ملاحظات خطية عليها خلال مدة لا تزيد على أربعة عشر يوما من تاريخ نشرها ويصدر المجلس التعليمات المشار إليها بعد دراسة أي ملاحظات ترد بشأنها على أن تصبح نافذة من التاريخ الذي تحدده تلك التعليمات". (3)

---

(1) راجع المادة 13 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(2) راجع المادة 14 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(3) راجع المادة 15 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

"وتنشر التعليمات بالوسائل التي تراها الهيئة مناسبة بما في ذلك النشر على موقــعها الالكتروني على شبكة الانترنت أو أي شبكة معلومات أخرى"[1].

"وللهيئة من خلال الجهة المختصة فيها, إجراء أي تحقيق أو تفتيش أو تدقيق لتحديد ما إذا كان أي شخص قد ارتكب مخالفة أو اتخذ إجراءات تحضيرية تؤدي إلى ارتكاب مخالفة لأي من أحكام القانون 76 لسنة 2002 الأردني والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه. وللهيئة كذلك ومن خلال الجهة المختصة فيها, التحقيق في أي معلومات أو ظروف أو ممارسات تراها ضرورية وملائمة لتنفيذ أحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه. وللهيئة, ومن خلال الجهة المختصة فيها, وفي سبيل إجراء التحقيقات الواردة في الفقرتين (أ) و (ب) من المادة 16 من القانون 76 لسنة 2002 الأردني القيام بأي مما يلي:-

1- تدقيق الوثائق والقيود والسجلات العائدة لأي مرخص له أو معتمد أو أي من الجهات الخاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها والحصول على نسخ من أي منها، والتفتيش عليها بإشعار مسبق أو بدونه.

2- طلب حضور الشهود وسماع شهاداتهم، تحت القسم، وتقديم أي وثائق ومستندات ذات علاقة بموضوع التحقيق.

و للهيئة الاستعانة بذوي الخبرة والاختصاص في إجراءات التحقيق والتفتيش والتدقيق المشار إليها في الفقرة (أ) من المادة 16 من القانون 76 لسنة 2002 الأردني وتعتبر مخالفة لأحكام هذا القانون ما يلي:-

أ- عدم استجابة أي مرخص له أو معتمد أو أي جهة خاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها لطلبات الهيئة بتقديم الوثائق أو المستندات اللازمة أو بالحضور للإدلاء بالشهادة، وللمجلس في هذه الحالة إلغاء الترخيص أو الاعتماد.

ب- عدم استجابة أي شخص، غير المرخص له أو المعتمد أو أي جهة خاضعة لرقابة الهيئة وإشرافها، لطلبات الهيئة بتقديم الوثائق أو المستندات اللازمة أو بالحضور للإدلاء بالشهادة.

وإذا تبين للمجلس, ولأسباب مبررة, أن حماية المستثمرين تقتضي اتخاذ تدبير فوري فله, وللمدة التي يراها مناسبة, اتخـــــــاذ تدبير أو أكثر من التدابير التالية:-

1- وقف أو تعليق أي نشاط يتعلق بالأوراق المالية أو بورقة مالية معينة.

2- تعليق العرض العام لورقة مالية.

3- تعليق أعمال المرخص له أو المعتمد" [2].

---

(1) راجع المادة 16 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(2) راجع المادة 18 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

"وللمجلس اتخاذ إجراء مؤقت بوقف عمل أو نشاط المرخص له أو المعتمد إذا ارتكب أو حاول ارتكاب أي مخالفة تؤدي إلى تبديد الموجودات أو تحويل صفتها أو إلى إحداث ضرر بالمصلحة العامة أو بالمستثمرين, ويبقى الإجراء المؤقت نافذا إلى حين استكمال الإجراءات التي يتوجب على الهيئة القيام بها وتنفيذها ما لم يتم إلغاء هذا الإجراء أو وقفه بقرار من المجلس. وللمجلس أن يقوم بأي من الإجراءات المنصوص عليها في الفقرتين (أ) و (ب) من هذه المادة سواء بإعطاء الشخص المعني فرصة لسماع أقواله أو عدم إعطائه تلك الفرصة وذلك وفقا لما تقتضيه المصلحة العامة. وللمرخص له أو المعتمد الذي تم فرض الإجراء المؤقت عليه وفق أحكام الفقرة (ب) من هذه المادة أن يقدم إلى الهيئة طلبا لسماع أقواله أو لإلغاء هذا الإجراء أو تعليقه أو تقييده" (1).

"وللمجلس, وفق ما يراه مناسبا, الإعلان عن أي مخالفة لأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه وذلك لتنبيه المستثمرين إلى وقوع تلك المخالفة لتفادي الآثار المترتبة عليها"(2).

"وللمجلس كذلك إجراء تحقيق مع أي شخص أو سماع أقواله لتحديد فيما إذا كان قد ارتكب أي مخالفة أو اتخذ إجراءات تحضيرية تؤدي إلى ارتكاب مخالفة لأي من أحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه, على أن يتضمن أمر التحقيق طبيعة المخالفة وصلاحيات الجهة التي ستجريه, وان يتضمن إشعار سماع الأقوال طبيعة المخالفة وبيان حق الشخص المعني في سماع أقواله وتقديم بيناته وموعد جلسة سماع الأقوال وتاريخها، وإذا تبين للمجلس بعد إجراء التحقيق مع الشخص المعني أو سماع أقواله, بأنه قد ارتكب أي مخالفة أو اتخذ إجراءات تحضيرية تؤدي إلى ارتكاب مخالفة لأي من أحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه, فللمجلس اتخاذ تدبير أو أكثر من التدابير التالية:-

1- نشر نتائج التحقيق.

2- إصدار أمر للشخص المخالف وخلال المدة التي يحددها المجلس بالتوقف عن ارتكاب المخالفة أو التسبب بارتكابها أو اتخاذ إجراءات تحضيرية تؤدي إلى ارتكابها أو بإزالتها وذلك حسب مقتضى الحال.

3- فرض غرامات مالية على المخالف وفقا لأحكام الفقرة (أ) من المادة (22) من القانون 76 لسنة 2002.

---

(1) راجع المادة 19 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(2) راجع المادة 20 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

4- الأمر بوقف إصدار أو تداول أي أوراق مالية أصدرها المخالف وذات علاقة بالمخالفة.

5- تعليق أو إلغاء ترخيص أو اعتماد الشخص المخالف إذا كان مرخصا لـــه أو معتمـــدا, حـــسب مقتضى الحال"[(1)].

"وللمجلس فرض غرامات مالية لا يتجاوز مقدارها خمسون ألف دينار على أي شخص في أي من الحالات التالية:-

1- ارتكاب مخالفة لأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه.

2- القيام عمدا بالمساعدة أو التحريض أو تقديم المشورة أو أمر أي شخص بارتكاب أي مخالفة.

3- الإدلاء أو التسبب بالإدلاء أو تقديم معلومات غير صحيحة أو مضللة تتعلق بمعلومات جوهرية وذلك في أي طلب أو تقرير مقدم إليها أو إخفاء معلومات تتعلق بمعلومات جوهرية كان يتوجب عليه ذكرها بالتقرير أو الطلب.

وعلى المجلس أن يراعي في قراره بفرض الغرامة المشار إليها أعلاه أن فرضـــها ومقـــدارها يتناسبـــــان مع متطلبات المصلحة العامة، أخذا بعين الاعتبار الأمور التالية:-

1- إن المخالفة تضمنت خداعا أو احتيالا أو تلاعبا أو تجاهلا متعمدا أو إهمالا جسيما للمتطلبات المنصوص عليها في هذا القانون.

2- إن المخالفة ترتب عليها أضرار بأي شخص بصورة مباشرة أو غير مباشرة.

3- إن المخالفة نجم عنها إثراء غير مشروع مع الأخذ بعين الاعتبار التعويضات التي يتم دفعها للمتضررين من ارتكاب المخالفة.

4- أي أمر آخر تستوجبه مقتضيات العدالة والإنصاف.

وللشخص الذي فرضت عليه الغرامة الاعتراض لدى المجلس خلال مدة لا تتجاوز أسبوعين من تاريخ تبليغه القرار وعلى المجلس إصدار قراره بالرد على الاعتراض خلال مدة لا تتجاوز أسبوعين من تاريخ تسلمه الاعتراض ويعتبر عدم البت في الاعتراض خلال المدة المحددة قرارا بالرفض وفي حال الرد على الاعتراض أو عدم الرد عليه يجوز للشخص الطعن في قرار المجلس لدى محكمة العدل العليا.

وللمجلس إحالة المخالفات المرتكبة والمذكورة أعلاه إلى المحكمة المختصة"[(2)]

---

(1) راجع المادة 21 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(2) راجع المادة 22 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

"وللهيئة تزويد أي هيئة للأوراق المالية أو أي جهة غير أردنية منظمة لسوق رأس المال, وبناء على طلبها, بمعلومات عن المرخص لهم أو عملهم لمساعدتها على أي تحقيق تقوم به, كما يجوز للهيئة أن تقوم بنفسها بإجراء التحقيق لهذه الغاية" (1) "وتعتبر المعلومات التي يطلع عليها المفوضون وموظفو الهيئة سرية وذلك تحت طائلة المسؤولية القانونية إلا انه يجوز للمجلس ولأسباب مبررة الكشف عن المعلومات التي يراها لازمة لحماية المستثمرين" (2).

"ويكون للهيئة موازنة مستقلة وتبدأ سنتها المالية في اليوم الأول من شهر كانون الثاني من السنة وتنتهي في اليوم الحادي والثلاثين من شهر كانون الأول من السنة ذاتها"(3).

"على المجلس أن يقدم إلى مجلس الوزراء خلال الثلاثة أشهر الأولى من بداية السنة المالية تقريرا موجزا عن أنشطة الهيئة خلال السنة السابقة مرفقا بنسخ من ميزانيتها السنوية وحساباتها الختامية مصدقة من مدقق حسابات قانوني" (4).

"وتتقاضى الهيئة رسوما عما يلي:-

1- تقديم نشرة الإصدار إليها وتسجيل الأوراق المالية لديها.

2- منح الترخيص أو الاعتماد أو تجديدهما وفقا لأحكام هذا القانون.

3-تسجيل صندوق الاستثمار المشترك.

4-إدراج أو قبول تداول الأوراق المالية في السوق.

5-عضوية المصدر العام والشركة المساهمة العامة في المركز.

6-تداول ونقل ملكية الأوراق المالية.

ويحدد مقدار هذه الرسوم بمقتضى أنظمة تصدر استنادا لأحكام هذا القانون 76 لسنـــــــــة2002 الأردني" (5).

"وتتكون الموارد المالية للهيئة مما يلي:-

أ-الرسوم وبدل الخدمات والعمولات التي تتقاضاها وفقا لأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة عنها.

ب-الغرامات التي يفرضها المجلس بمقتضى أحكام هذا القانون والغرامات التي تفرضها المحاكم.

ج-بدل استخدام مرافقها وعوائد استثمار أموالها وبيع أصولها.

---

(1) راجع المادة 23 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(2) راجع المادة 24 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(3) راجع المادة 25 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(4) راجع المادة 26 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(5) راجع المادة 27 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

د- المساعدات والهبات والتبرعات شريطة موافقة مجلس الوزراء عليها.

هـ- المبالغ التي تخصصها الحكومة لها في الموازنة العامة او لتغطية العجز في حساب الإيرادات وإجمالي النفقات.

و- أي موارد أخرى ترد إليها ويقبلها المجلس"[(1)].

"وتتمتع الهيئة بجميع الامتيازات والإعفاءات الممنوحة للوزارات والدوائر الحكومية والمؤسسات الرسمية العامة"[(2)].

رقابة الهيئة العامة للأوراق المالية بالكويت في ظل القانون 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية :

"أنشأ كذلك المشرع الكويتي هيئة أسواق المال وتهدف تلك الهيئة إلى ما يلي:

1. تنظيم نشاط الأوراق المالية بما يتسم بالعدالة والتنافسية والشفافية.
2. توعية الجمهور بنشاط الأوراق المالية والمنافع والمخاطر والالتزامات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية وتشجيع تنميته.
3. توفير حماية المتعاملين في نشاط الأوراق المالية.
4. تقليل الأخطار النمطية المتوقع حدوثها في نشاط الأوراق المالية.
5. تطبيق سياسة الإفصاح الكامل بما يحقق العدالة والشفافية ويمنع تعارض المصالح واستغلال المعلومات الداخلية.
6. العمل على ضمان الالتزام بالقوانين واللوائح ذات العلاقة بنشاط الأوراق المالية"[(3)].

"ويختص مجلس مفوضي الهيئة بما يلي:

1. إصدار اللوائح والتعليمات اللازمة لتنفيذ القانون كما تعمل على القيام بإصدار التوصيات والدراسات اللازمة لتطوير القوانين التي تساعد على تحقيق أهدافها.
2. إصدار التراخيص لبورصات الأوراق المالية والأنشطة ذات الصلة ومراقبة نشاطها .
3. إصدار التراخيص لعضوية بورصات الأوراق المالية, والتراخيص للعاملين بها, وكل من يعمل في إدارة نشاط الأوراق المالية, ومنها شركات إدارة الأصول وصناديق الاستثمار وشركات الوساطة المالية وشركات حفظ الأوراق المالية وأمانة الاستثمار ومؤسسات الخدمات الاستشارية وغيرها.
4. تنظيم الترويج لصناديق الاستثمار وغيرها من أنظمة الاستثمار الجماعي.

---

(1) راجع المادة 28 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(2) راجع المادة 10 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(3) راجع المادة 3 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

5. تنظيم الاكتتاب العام والخاص للأوراق المالية الكويتية وغير الكويتية والإشراف والرقابة عليه.
6. تنظيم عمليات الاستحواذ والاندماج والإشراف والرقابة عليها.
7. وضع قواعد الرقابة والتنظيم الذاتي في نشاط الأوراق المالية.
8. الموافقة على كافة القواعد والضوابط التي تضعها إدارة البورصة لمباشرة أعمالها واعتمادها.
9. وضع قواعد الالتزام بأخلاقيات المهنة والكفاءة والنزاهة لدى الأشخاص المرخص لهم واعتمادها.
10. توفير النظم الملائمة لحماية المتعاملين والعمل على الحد من الممارسات غير الملائمة وغير القانونية وغير العادلة في نشاط الأوراق المالية .
11. التعاون مع الهيئات الرقابية والمؤسسات الأجنبية المثيلة فيما يتصل بالتنظيم والتنسيق والمشاركة بالأنشطة المشتركة .
12. القيام بكافة المهام والاختصاصات الموكلة إليه في هذا القانون أو أي قانون آخر بهدف تلافي اضطراب السوق.
13. إصدار جميع القرارات التي تدخل في اختصاص الهيئة واللازمة لتنفيذ أحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية وله أن يفوض في بعض هذه الاختصاصات.
14. وضع القواعد الخاصة والنظم والإجراءات التي يتطلبها نشاط كل شخص يعمل وفق أحكام الشريعة الإسلامية"[(1)].

وتقوم الهيئة بما يلي :

"رفع الدعاوى المدنية والتجارية المتعلقة بمخالفة أحكام هذا القانون واللوائح الصادرة بموجبه أو تلك التي تكون للهيئة مصلحة فيها ، تلقي الشكاوي المقدمة بشأن المخالفات والجرائم المنصوص عليها في هذا القانون, والتحقيق الإداري فيها وإحالتها إلى مجلس التأديب إذا قدرت ذلك ، القيام بجميع الإجراءات التي من شأنها أن تؤدي إلى الكشف عن الجرائم المنصوص عليها في هذا القانون وإحالة الشكاوي الجنائية إلى النيابة العامة في كل واقعة يشتبه في كونها جريمة سواء وقعت في مواجهة الهيئة أو المتعاملين في نشاط الأوراق المالية، إجراء التفتيش ومراقبة نشاط الأشخاص المرخص لهم بموجب هذا القانون ، شراء وحيازة والتصرف في الممتلكات أياً كان وصفها والقيام بكافة أشكال التصرفات القانونية ، طباعة ونشر المواد ذات الصلة بنشاط الأوراق المالية, وللهيئة فرض الرسوم وتحصيل الغرامات في حدود تطبيق هذا القانون.ولها القيام بكافة الأمور التي تمكنها من أداء مهامها وتحقيق أهدافها المبينة بهذا القانون"[(2)].

---

(1) المادة 4 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(2) المادة 5 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

"ويتولى إدارة الهيئة مجلس يسمى مفوضي هيئة أسواق المال يتكون من خمسة مفوضين متفرغين يصدر بتسميتهم مرسوم بناء على ترشيح الوزير المختص، ويحدد المرسوم من بين الأعضاء رئيساً ونائباً للرئيس"[1]. "ويشترط في المفوض أن يكون شخصاً طبيعياً كويتياً من ذوي النزاهة, ومن أصحاب الخبرة أو التخصص في المجالات ذات الصلة بعمل الهيئة وألا يكون قد صدر ضده حكم نهائي بشهر الإفلاس أو بعقوبة مقيدة للحرية في جناية أو جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة"[2].

"ويمثل الرئيس الهيئة أمام الغير وأمام القضاء, ويتولى عمل المدير التنفيذي وينفذ قرارات الهيئة كما يتولى الإشراف على كافة الأجهزة الفنية والإدارية التابعة لها, ويمارس اختصاصاته وفق القوانين واللوائح والقرارات التي يقرها مجلس المفوضين ويكون مسئولا مع بقية المفوضين عن إدارة الهيئة وله أن يفوض بعض اختصاصاته الإدارية إلى أحد المفوضين أو إلى وحدة إدارية بالهيئة" [3], "وإذا غاب الرئيس أو شغر منصبه, ولم يكن نائب الرئيس قادراً على أداء مهامه لأي سبب كان, فإن على المجلس أن يجتمع خلال أسبوعين ويكلف من يقوم بأعمال رئيس المجلس بالوكالة".[4]

"وتنظم في الهيئة لجنة لتلقي الشكاوي والتظلمات يجوز لكل ذي مصلحة أن يتقدم بالشكوى إليها من أي خطأ يقوم به أحد الأشخاص المرخص لهم, كما تتلقى التظلمات من القرارات التي تصدرها الهيئة. وتنص اللائحة التنفيذية على المواعيد والإجراءات وقواعد عمل اللجنة وقواعد وإجراءات الطعن على قراراتها أمام المحكمة المختصة"[5], "مع مراعاة حكم المادة الثانية من المرسوم الأميري رقم 12 لسنه 1960 بقانون تنظيم إدارة الفتوى والتشريع. يكون للهيئة إدارة قانونية تتبع رئيس الهيئة تتولى مباشرة جميع القضايا والحضور أمام جميع المحاكم وهيئات التحكيم أو إبداء الرأي القانوني وإجراء التحقيقات, كما تتولى إعداد المشروعات والاقتراحات للقوانين واللوائح والقرارات المتصلة بنظام السوق"[6].

"ويضع مجلس الهيئة اللوائح الإدارية والمالية لشئون الموظفين في الهيئة دون التقيد بالقواعد المقررة للموظفين المدنيين في قانون الخدمة المدنية ونظامه على أن يسري هذا القانون

---

(1) المادة 6 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(2) المادة 7 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(3) المادة 8 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(4) المادة 9 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(5) المادة 15 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(6) المادة 16 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

الأخير ونظامه فيما لم يرد بشأنه نص خاص ويكون لرئيس مجلس مفوضي الهيئة اختصاصات الوزير وديوان الخدمة المدنية فيما يتعلق بموظفي الهيئة" [1].

"يكون للهيئة ميزانية مستقلة تعد وفقاً للقواعد التي تحددها اللائحة التنفيذية وتبدأ السنة المالية في الأول من أبريل وتنتهي في نهاية مارس من كل عام،وتبين اللائحة التنفيذية القواعد والإجراءات المالية للتصرف في أموالها والدفاتر التي تمسكها لضبط عملياتها وكيفية مراقبة حساباتها, واستثناءً من حكم هذه المادة تبدأ السنة المالية الأولى للهيئة من تاريخ العمل بهذا القانون وتنتهي في 31 مارس من العام التالي"[2].

"وتتكون الموارد المالية للهيئة من أموال الرسوم التي يقرر هذا القانون ولوائحه تحصيلها لحساب الهيئة, أو أي موارد أخرى تتحصل من ممارسة نشاطها أو توظيف احتياطياتها"[3], "وتعد أي أموال مستحقة للهيئة على الغير أموالا عامة وتتمتع بالمعاملة نفسها التي تتمتع بها الديون المستحقة للخزانة العامة، ويتم تحصيلها طبقا لإجراءات تحصيل الديون المستحقة للخزانة العامة" [4], "وعلى الهيئة أن تكون من فوائضها السنوية احتياطيات نقدية تضمن لها استقراراً ماليا على المدى الطويل،ويحدد مجلس المفوضين بقرار منه طبيعة هذه الاحتياطيات ومقدارها فإذا وصلت هذه الاحتياطيات إلى المقدار المحدد يحول الفائض إلى الخزانة العامة للدولة"[5] "وتلتزم الهيئة بإمساك دفاتر الحسابات والسجلات الملائمة والخاصة بإيراداتها ومصروفاتها وأصولها والتزاماتها وكل المعاملات الخاصة بالهيئة ويكون للهيئة مراقب حسابات مستقل أو أكثر، وتضع الهيئة القواعد والشروط الواجب توافرها في مراقبي الحسابات للقيد بالسجل الخاص بذلك لدى الهيئة"([6])، "ولا تخضع الهيئة للرقابة المسبقة لديوان المحاسبة ولا لأحكام قانون المناقصات العامة رقم 37 لسنة 1964 م وتعديلاته" [7].

"ويحظر على الهيئة القيام بأي عمل تجاري, كما لا يجوز لها إقراض الأموال أو إصدار الأوراق المالية أو الاستثمار فيها" [8]. "وتقدم الهيئة للوزير المختص تقريراً سنوياً يرفع إلى مجلس الوزراء خلال 120 يوما من نهاية كل سنة مالية حول أنشطتها وأعمالها خلال السنة المنقضية على

---

(1) المادة 17 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(2) المادة 18 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(3) المادة 19 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(4) المادة 20 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(5) المادة 21 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(6) المادة 22 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(7) المادة 23 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(8) المادة 24 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

أن يشتمل على حسابات الهيئة وتقرير مراقب الحسابات"[1], "ولايجوز لأي شخص مدعو إلى اجتماع في مجال اختصاص الهيئة ،وكانت له في الموضوع المطروح للبحث مصلحة مباشرة أو غير مباشرة, أن يشارك في بحثه أو إبداء رأي فيه أو التصويت عليه ويجب عليه أن يفصح عن هذه المصلحة في بداية الاجتماع وأن يترك الاجتماع قبل البدء بمناقشة الموضوع"[2].

"ويحظر على المفوضين والموظفين أثناء توليه العمل في الهيئة القيام بأي عمل تجاري عن نفسه أو بصفته وكيلا أو وليا أو وصيا, كما لا يجوز له ممارسة أي وظيفة أو مهنة أو عمل آخر في القطاع العام أو الخاص, أو تقديم أي خدمات أو استشارات بشكل مباشر أو غير مباشر أو المشاركة في عضوية مجلس إدارة أي جهة تخضع لرقابة الهيئة أو أي جهة ذات صلة بها" [3]

"ويلتزم كل عضو من أعضاء مجلس مفوضي الهيئة والموظفين بالتصريح خطياً لدى الهيئة فور استلام مهامه عن الأوراق المالية المدرجة في سوق الكويت للأوراق المالية التي يملكها وزوجه وأولاده القصر, كما يلتزم بالإفصاح خطياً عن أي تغيير يطرأ على ذلك وفقاً للنظام الذي يضعه مجلس المفوضين" [4], "ويجب على أي مفوض أو موظف أو أي شخص يعمل في لجان الهيئة أو معها بمقابل أو دون مقابل, أن يحافظ على سرية المعلومات التي وصلت إليه بحكم مركزه هذا, وأن يحافظ على ما تحت يده من مستندات فلا يطلع عليها سوى المختصين بالهيئة, ما لم يقض هذا القانون أو أي قانون آخر أو أن يصدر حكم أو أمر من جهة قضائية يلزمه بالإفصاح أو تقديم أي معلومات أو مستندات حصل عليها بحكم مركزه هذا" [5] "ويكون لموظفي الهيئة الذين يصدر بتحديدهم قرار من الوزير المختص صفة الضبطية القضائية في إثبات الجرائم التي تقع بالمخالفة لأحكام هذا القانون والقرارات الصادرة تنفيذاً له, لهم في سبيل ذلك الاطلاع على السجلات والدفاتر والمستندات والبيانات في مقر الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية أو في مقر أسواق الأوراق المالية أو أي جهة أخرى توجد بها وعلى المسئولين في الجهات المشار إليها في الفقرة السابقة أن يقدموا إلى هؤلاء الموظفين المذكورين البيانات والمستندات التي يطلبونها لهذا الغرض"[6].

---

(1) المادة 25 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(2) المادة 26 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(3) المادة 27 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(4) المادة 28 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(5) المادة 29 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(6) المادة30 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

رقابة البورصة في ظل قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002:

"أنشأ المشرع الأردني سوقاً مالياً لتداول الأوراق المالية يسمى (بورصة عمان) يتمتع بشخصية اعتبارية ذات استقلال مالي وإداري, وله بهذه الصفة تملك الأموال المنقولة وغير المنقولة والتصرف بها والقيام بجميع التصرفات القانونية اللازمة لتحقيق أهدافه بما في ذلك إبرام العقود وله حق التقاضي وان ينيب عنه في الإجراءات القضائية أي محام يوكله لهذه الغاية، وتكون عضوية بورصة عمان من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها المجلس, وتتألف الهيئة العامة للبورصة من الأعضاء المسددين لرسوم الانتساب ورسوم الاشتراك السنوية فيها، ويكون لكل عضو في الهيئة العامة صوت واحد في اجتماعاتها. ويتولى إدارة بورصة عمان مجلس إدارة ومدير تنفيذي متفرغ، وتحدد بموجب أنظمتها الداخلية وتعليماتها التي تصدر لهذه الغاية الأحكام والإجراءات المتعلقة بهيئتها العامة وكيفية تشكيل مجلس إدارتها وعقد اجتماعاتهما واتخاذ القرارات والصلاحيات والمهام المنوطة بكل من الهيئة العامة ومجلس الإدارة والمدير التنفيذي والإجراءات المتعلقة بحل البورصة وتصفيتها وسائر الأمور الإدارية والمالية الأخرى المتعلقة بها، ويعين المدير التنفيذي للسوق بقرار من مجلس الإدارة, وبموافقة المجلس, ويحظر عليه أن يقوم بأي عمل آخر أو أن يكون شريكا أو مساهما في أي مرخص له أو أن يكون ممثلا له". [1]

"ولا يجوز أن يكون رئيس مجلس إدارة بورصة عمان أو نائبه شريكا أو عضو مجلس إدارة أو هيئة مديرين أو موظفا في أي عضو في البورصة أو أن يكون ممثلا له. ويجوز لبورصة عمان, بموافقة المجلس, الاقتراض أو القيام بأنشطة ربحية, على أن لا يؤدي أي منهما إلى التأثير السلبي على أنشطة التداول في البورصة. وتخضع بورصة عمان لرقابة الهيئة وإشرافها والتفتيش عليها ويجوز للهيئة التدقيق على سجلاتها. ويجوز إعادة هيكلة بورصة عمان بقرار من المجلس وبموافقة من مجلس الوزراء شريطة مراعاة أحكام المادة (67) من القانون 76 لسنة 2002 الأردني ويحدد مجلس الوزراء الجهة التي تؤول إليها موجوداتها والتزاماتها" [(2)].

"وإذا وقع عجز في حساب الإيرادات وإجمالي النفقات في بورصة عمان لأي سنة مالية يغطى من الاحتياطي العام, وإذا لم يكف الاحتياطي العام لتغطية هذا العجز فعلى أعضاء بورصة عمان أن يدفعوا بالتساوي المبلغ الكافي لتغطيته, ويكون ما يتم دفعه دينا لهم على صافي الإيرادات

([1]) راجع قانون الاوراق المالية الاردني رقم 76 لسنة 2002.

(2) راجع المادة 65 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

المتحققة فيما بعد. وعلى الرغم مما ورد في الفقرة (أ) من هذه المادة, يجوز لمجلس إدارة بورصة عمان بموافقة المجلس اقتراض المبلغ الكافي لتغطية العجز أو أي جزء منه" [1].

ويتم ترخيص سوق تداول الأوراق المالية سوقا ماليا وفقا لأحكام هذا القانون والتعليمات الصادرة عن المجلس بهذا الخصوص, ويقدم طلب ترخيص سوق تداول الأوراق المالية إلى الهيئة مرفقا به أنظمته الداخلية والتعليمات التي تنظم عمله وأي معلومات أو وثائق أخرى يعتبرها المجلس ضرورية أو مناسبة لحماية المستثمرين أو لتحقيق المصلحة العامة. ولا يجوز أن يرخص سوق تداول الأوراق المالية سوقا ماليا إلا إذا تبين للمجلس أن هذا السوق منظم وقادر على إلزام أعضائه وذوي العلاقة بهم بالتقيد بأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه وبأنظمته الداخلية وتعليماته.

"ويشترط في الأنظمة الداخلية لسوق تداول الأوراق المالية وتعليماته أن تتضمن ما يلي:-

1-تحميل أعضائه والمصدرين فيه وأي أشخاص آخرين يستخدمون مرافقه, بشكل عادل ومعقول, لأي بدل أو اجر يتقاضاه السوق.

2-ضمان العدالة والكفاءة والشفافية ومنع الخداع والغش والأعمال المحظورة, وتعزيز التنسيق والتعاون مع الجهات العاملة في سوق رأس المال وحماية المستثمرين.

3-وضع أسس عادلة عند التمييز بين العملاء أو المصدرين أو الوسطاء الماليين أو الوسطاء لحسابهم.

4-فرض عقوبات تأديبية على أعضائه والأشخاص ذوي العلاقة بهم عن مخالفتهم لأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه وأحكام أنظمة السوق الداخلية وتعليماته.

5-تطبيق إجراءات تداول عادلة ومنصفة في السوق.

6-عدم فرض أي قيود غير ضرورية أو غير مناسبة على المنافسة.

7-وضع معايير للتدريب والخبرة والكفاءة الإدارية لأعضائه وموظفيهم وإجراءات العقوبات التأديبية لمن لا يستوفي منهم تلك المعايير.

8-توافر الملاءة المالية لأعضائه ومراقبتها". ([2])

"ولا يجوز أن يكون رئيس سوق تداول الأوراق المالية أو نائبه عضوا في مجلس إدارة أو هيئة مديري مرخص له, أو مسئولا إداريا أو مديرا أو موظفا أو ممثلا لمرخص له وذلك خلال

---

(1) راجع المادة 66 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

([2]) راجع المادة 66 من القانون 76 لسنة 2002 الاردني.

مدة تولي أي منهما لهذا المركز، وعلى مجلس إدارة السوق تعيين مدقق حسابات قانوني لتدقيق حسابات السوق"[1].

"وللسوق المالي أن يقوم بنفسه, أو عن طريق الهيئة, بالتدقيق والتحقيق فيما يتعلق بأعضائه والتداول فيه للتحقق فيما إذا تمت مخالفة لأنظمته الداخلية وتعليماته أو لأحكام هذا القانون أو الأنظمة أو التعليمات أو القرارات الصادرة بمقتضاه, على أن يتم إجراء التحقيق وفقا لتعليمات يضعها السوق وبما يكفل حماية حقوق أعضائه خلال مدة التحقيق ، ويجب أن تنص الأنظمة الداخلية للسوق وتعليماته على صلاحية موظفي السوق المخولين من المرجع المختص أثناء القيام بالتحقيق والتدقيق, بالتفتيش على وثائق وقيود وسجلات أعضائه والحصول على نسخ منها سواء كان ذلك بإشعار مسبق أم بدونه شريطة أن يتم التفتيش أثناء ساعات العمل المتعارف عليها ، ويعتبر شرطا للعضوية في السوق سماح العضو للموظف بالقيام بتلك الأعمال. وتعتبر المعلومات التي تطلع عليها إدارة السوق وموظفوه ومستشاروه سرية, ولا يجوز للسوق الإفصاح عنها إلا بعد موافقة المجلس على ذلك ، وللسوق, ولأسباب مبررة, أن يطلب من الهيئة وللمدة التي يراها مناسبة تعليق التعامل في أوراق مالية متداولة أو وقف أعمال أي من أعضائه" .[2]

"ولا يجوز لأي وسيط مالي أو وسيط لحسابه أن يتداول أوراقا مالية لمصدر عام إلا عن طريق سوق مالي، ما لم تكن الورقة المالية معفاة من هذا الشرط من المجلس ، ولا يجوز التداول في السوق إلا بواسطة عقود تداول بين الوسطاء, مدونة في سجلات السوق وتتم لحسابهم أو لحساب عملائهم, وفقاً للأنظمة الداخلية للسوق وتعليماته الملزمة لجميع الأطراف المعنية بالتداول ، وتكون القيود المدونة في سجلات السوق وحساباته، سواء كانت خطية أو الكترونية, وأي وثائق صادرة عنه دليلا قانونيا على التداول وذلك بالتواريخ المبينة في تلك السجلات أو الحسابات أو الوثائق ما لم يثبت عكس ذلك"[3].

"ويجوز للسوق تحديد متطلبات وشروط العضوية وله رفض طلب العضوية المقدم من أي شخص أو منعه من العمل لدى أي عضو وذلك في الحالات التي لا يستوفي فيها ذلك الشخص معايير التدريب أو الخبرة أو الكفاءة المنصوص عليها في الأنظمة الداخلية والتعليمات التي يصدرها السوق أو إذا ارتكب مخالفة لأحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه ، وعند اتخاذ أي من الإجراءات الواردة سلفا, على السوق أن يتيح لذلك الشخص فرصة

---

(1) راجع المادة 67 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(2) راجع المادة 68 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(3) راجع المادة 69 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

لسماع أقواله, وتسجيل وقائع التحقيق وإبداء الأسباب لأي قرار يتخذه بهذا الشأن, ويحدد السوق المخالفات التي تستوجب تأديب العضو أو الشخص المرتبط به وعليه إشعار أي منهما بالمخالفة مع إتاحة فرصة له لسماع أقواله والاحتفاظ بسجل الوقائع على أن يكون قرار السوق بفرض العقوبة التأديبية متضمنا ما يلي:-

1-التصرفات أو الممارسات التي ثبت أن العضو أو الشخص المرتبط به قد قام بها أو امتنع عن القيام بها.

2-بيان أحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه وأحكام الأنظمة الداخلية للسوق وتعليماته التي قام العضو او الشخص المرتبط به بمخالفتها.

3-نتيجة التحقيق والعقوبة المفروضة وأسبابها.

وإذا تبين للسوق أن عضوا يعاني من صعوبات مالية أو إدارية وان استمراره بالعمل يهدد مصالح المستثمرين والدائنين والأعضاء الآخرين أو السوق نفسه فعليه إعلام الهيئة فورا بذلك ، وللسوق, وبصورة مستعجلة, تعليق او منع الخدمات التي يقدمها لذلك العضو أو الحد منها شريطة إعلام الهيئة مسبقا بذلك, وفي الحالات التي تتخذ فيها الإجراءات المستعجلة فعلى السوق أن يبادر إلى عقد جلسة سماع أقوال يسمح خلالها للعضو بالاعتراض على قراره" (1).

"وتكون أنظمة السوق الداخلية وتعليماته ملزمة لأعضائه وعملائهم وعلى العضو الذي تم قبول عضويته في السوق توقيع تعهد يؤكد وجوب تقيده بأنظمة السوق الداخلية وتعليماته, ويعتبر مخالفة لأنظمة السوق الداخلية وتعليماته عدم دفع أي بدل أو مستحقات مترتبة على العضو وللسوق في هذه الحالة إيقاع عقوبات عليه بما في ذلك فرض الغرامات"(2).

"ويشترط لتداول أي ورقة مالية في السوق أن تكون مودعة لدى المركز باستثناء الأوراق المالية التي يقرها المجلس, وعلى كل شركة مساهمة عامة منشأة في المملكة وكل مصدر عام فيها أن يتقدم بطلب لإدراج أوراقه المالية المصدرة لتداولها في السوق، ولا يجوز لأي مصدر أردني إدراج أوراقه المالية في سوق مالي أو سوق تداول أوراق مالية خارج المملكة دون الحصول على موافقة المجلس المسبقة على ذلك ، ويحدد السوق, بموجب الأنظمة الداخلية والتعليمات التي يصدرها, الشروط والمعايير المختلفة التي يتوجب استيفاؤها لقبول تداول الأوراق المالية أو إدراجها فيه, ويجوز له أن يميز بين الأوراق المالية المدرجة وتلك المقبولة للتداول ويتوجب تطبيق معيار واحد لقبول تداول الأوراق المالية من الفئة نفسها والنوع ذاته والعائدة للمصدر ذاته, ويجب

---

(1) راجع المادة 70 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

(2) راجع المادة 71 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.

أن تتضمن أنظمة السوق الداخلية وتعليماته المتعلقة بقبول تداول الأوراق المالية أو إدراجها فيه قيام المصدر بإبرام اتفاقيات مع كل من السوق والمركز تنظم بموجبها حقوق والتزامات كل من المصدر والسوق والمركز" (1).

"وعلى السوق أن يقدم إلى المجلس الأنظمة الداخلية والتعليمات الخاصة به, وأي تعديلات تطرأ عليها, للموافقة عليها قبل بدء العمل بها وللمجلس صلاحيات إجراء التعديل عليها, وللمجلس الطلب من مجلس إدارة السوق إجراء التعديلات على الأنظمة الداخلية والتعليمات الصادرة عن السوق, والتي يراها ضرورية لتحقيق المصلحة العامة وحماية المستثمرين وذلك خلال مدة محددة في الطلب وله بعد انتهاء هذه المدة إجراء التعديلات التي يراها مناسبة وتعتبر تلك التعديلات نافذة اعتبارا من التاريخ الذي يحدده, وللمجلس النظر في القرارات الصادرة عن السوق للتأكد من اتفاقها مع أحكام هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضاه واتخاذ القرارات المناسبة بشأنها" (2).

"ويتقاضى السوق العمولات والأجور وأي بدل ينص عليه في أنظمته الداخلية, للسوق أيضاً فرض الغرامات وفقا لأحكام الأنظمة الداخلية والتعليمات التي يصدرها, وتؤول إلى السوق الغرامات التي يتم فرضها وفقا للتك الأحكام" (3).

"وللمجلس تعليق نشاط السوق لمدة لا تزيد على أسبوع وبموافقة رئيس الوزراء إذا زادت المدة على ذلك" (4).

رقابة البورصة في الكويت في ظل القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية :

"أنشأ المشرع الكويتي كذلك بورصة أوراق مالية ويقصد بها السوق المخصص للتوفيق بين عروض البيع وطلبات الشراء في الأوراق المالية ويتبع الإجراءات الخاصة بالتداول ويؤدي الوظائف المعتاد أداؤها من قبل الأسواق المالية" (5).

"ولا يجوز لأي شخص تأسيس أو تشغيل أو المساعدة على تأسيس أو تشغيل بورصة للأوراق المالية إلا بعد الحصول على ترخيص بموجب هذا القانون ووفقاً للنظم واللوائح التي

---

(1) راجع المادة 72 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.
(2) راجع المادة 73 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.
(3) راجع المادة 74 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.
(4) راجع المادة 75 من القانون 76 لسنة2002 الأردني.
(5) راجع المادة 31 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

تعتمدها الهيئة وتختص الهيئة دون غيرها بإصدار هذا الترخيص وينشر في الجريدة الرسمية"(1), "ولا يجوز منح ترخيص بورصة إلا لشركة مساهمة يحدد رأسمالها بقرار من مجلس المفوضين، ويكون نشاطها مقصوراً على تشغيل بورصة الأوراق المالية على أن تطرح نصف أسهمها في المزاد العلني بين الشركات المسجلة في سوق الكويت للأوراق المالية توزع على شرائح مقدار كل منها 5%, ويرسى المزاد على من يقدم أعلى سعر للسهم فوق قيمته الاسمية مضافاً إليها مصاريف تأسيس إذا وجدت, والنصف الآخر من الأسهم تخصص للاكتتاب العام لجميع المواطنين,مع تحويل الزيادة الناتجة عن بيع الأسهم وفقاً لنظام الشرائح إلى الاحتياطي العام للدولة, وتتولى هيئة المفوضين المكلفة بتأسيس الشركة تحديد رأسمالها وتوزيع جميع الأسهم المخصصة للاكتتاب العام بالتساوي بين جميع الكويتيين المسجلة أسماؤهم في الهيئة العامة للمعلومات المدنية في يوم الاكتتاب ومن غير تخصيص لكسور الأسهم، على أن يتم تسديد قيمة هذه الاكتتابات من قبل المواطنين للدولة وفقاً للإجراءات وبالطريقة التي تحددها الهيئة، دون أي فوائد أو رسوم أو أي زيادة فوق سعر السهم في تاريخ الاكتتاب, في موعد أقصاه اليوم الذي تنقضي في نهايته ستون يوماً محسوبة بدءاً من أول الشهر التالي للشهر الذي تولت فيه الهيئة دعوة المواطنين عن طريق وسائل الإعلام الكويتية المقروءة والمسموعة والمرئية إلى تسديد قيمة الاكتتابات المستحقة عليهم، وتؤول إلى الدولة كسور الأسهم غير المخصصة للمواطنين كما تؤول إليها اعتباراً من اليوم التالي لانتهاء الموعد المحدد لتسديد المواطنين لقيمة هذه الاكتتابات جميع الأسهم التي لم يسدد فيها المواطنون قيمتها للدولة خلال ذلك الموعد لأي سبب من الأسباب، ويجوز للدولة أن تطرح ما آل إليها من أسهم وفقاً للبند السابق بالمزاد العلني في شرائح لا تجاوز أي منها 5% من أسهم الشركة،وفي جميع الأحوال لا يجوز لأي شخص طبيعي أو اعتباري بغير طريق الميراث أن يمتلك أكثر من 5% من أسهم الشركة بطريقة مباشرة أو غير مباشرة" (2).

"وحددت اللائحة التنفيذية للقانون الإجراءات والقواعد والنظم التي يتعين على البورصة المرخص لها إتباعها لتداول ونقل ملكية الأوراق المالية الكويتية غير المدرجة في البورصة"(3).

"ويشترط في عضو مجلس إدارة البورصة شرط ابتداء واستمرار في شغل هذا المنصب ألا يكون قد سبق الحكم علية في جريمة مخلة بالشرف أو الأمانة و ألا يكون قد أشهر إفلاسه،وأن

---

(1) راجع المادة 32 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(2) راجع المادة 33 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(3) راجع المادة 34 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

يكون حسن السمعة وأن يكون لدية خبرة كافية في الشئون المالية والاقتصادية والقانونية وفقاً للقواعد والضوابط التي يصدر بها قرار من الهيئة"(1).

"ويدير البورصة مجلس إدارة يشكل من رئيس ونائب للرئيس يحل محلة عند غيابة وستة أعضاء يتم انتخابهم من الجمعية العمومية للشركة بعد موافقة مجلس مفوضي الهيئة ويجب على رئيس البورصة أو من ينوب عنة إخطار مجلس المفوضين بأسماء المرشحين لعضوية مجلس إدارة البورصة قبل ثلاثين يوماً على الأقل من التاريخ المقرر لانعقاد الجمعية العمومية للشركة لانتخاب أعضاء مجلس الإدارة ولمجلس المفوضين خلال خمسة عشر يوماً من إخطاره أن يعترض بقرار مسبب على أي من هؤلاء المرشحين لعدم توافر الشروط المطلوبة فيه ، ويترتب على هذا الاعتراض استبعاد المرشح لعضوية مجلس الإدارة ولا يجوز أن يعرض على الجمعية العامة للبورصة مرشح لم يخطر به مجلس المفوضين أو المرشح الذي اعترض علية وفقاً لأحكام هذه هذا القانون"(2).

"ولمجلس المفوضين أن يطلب من مجلس إدارة البورصة تنحية أي من الأعضاء إذا فقد – أثناء تولية منصبة - أحد الشروط المنصوص عليها في هذه المادة أو رأي أن في هذا الإجراء الحفاظ على سلامة أموال المتداولين أو الصالح العام للبورصة, و إذا لم تتم التنحية كان لمجلس المفوضين أن يصدر قراراً مسبباً باستبعاد أي منهم من عمله ويؤشر بذلك في سجل الهيئة ،ويتولى رئيس البورصة عمل المدير التنفيذي, وذلك بتنفيذ قرارات البورصة, والإشراف على كافة الأجهزة الفنية والإدارية ويمثل البورصة أمام القضاء, طبقاً لما يوضحه النظام القانوني للبورصة"(3).

"ويجب على البورصة أن تضمن وجود سوق أوراق مالية يتسم بالعدالة والشفافية والكفاءة و أن تضمن وجود إدارة واعية للمخاطر المتعلقة بأعمالها وعملياتها وأن تقدم المصلحة العامة المعللة في حال تعارضها مع مصلحة البورصة أو أعضائها أو مساهميها أو إدارتها وأن تلتزم بتقديم وتشغيل خدماتها وفق القواعد واللوائح التي تقررها الهيئة وأن تلتزم بتنظيم عملياتها ومعايير ممارساتها وسلوك أعضائها طبقاً للقواعد والسياسات والإجراءات الخاصة بالبورصة و أن تلتزم بتنظيم عمليات ومعايير ممارسات الشركات المدرجة لديها وموظفيها طبقاً للوائح المنظمة لذلك و أن تلتزم بتقديم خدماتها وفق أحدث التقنيات والتطبيقات والأنظمة الآلية بما يتوافق والمعايير الدولية المعتمدة من الهيئة أو تلك التي تقررها وأن تحافظ على سرية كل المعلومات الموجودة في حوزتها فيما يتعلق بأعضائها وعملائها باستثناء ما يوجب عليها القانون أو اللوائح نشرها أو

(1) راجع المادة 35 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(2) راجع المادة 36 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(3) راجع المادة 37 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

الإفصاح عنها، ولا يجوز لها أن تفصح عن هذه المعلومات إلا للهيئة أو بأمر من القاض، كما يجب عليها الالتزام بالتعليمات التي تصدرها الهيئة". [1]

"وتلتزم إدارة البورصة بإخطار الهيئة على وجه السرعة إذا تبين لها أن أحد أعضائها غير قادر على الالتزام بأي من قواعد البورصة أو ضوابط الموارد المالية أو إذا قدرت وجود عدم انتظام مالي أو أي أمر آخر يمكن أن يشير إلى عدم ملاءة العضو أو عدم قدرته على الوفاء بالتزاماته كما تخطر الهيئة بأي إجراء تأديبي تتخذه ضد عضو أو عامل معه أو تابع له" [2].

"ولمجلس مفوضي الهيئة أن يطلب من البورصة أن تقوم بإعداد قواعد محددة في مجال عملها أو أن تقوم بتعديلها خلال مدة معينة،فإذا لم تلتزم البورصة بما جاء في الطلب أو في المهلة المحددة لها بالطلب جاز للهيئة أن تقوم نيابة عن البورصة بإعداد القواعد أو تعديلها مع إلزامها بالتكاليف" [3].

"ولا تسري أي قواعد صادرة عن البورصة أو أي تعديل عليها, سواء كان ذلك بسحبها أو استبدالها أو تغييرها أو الإضافة إليها, ما لم يتم اعتمادها من قبل الهيئة ، وعلى البورصة أن تقدم للهيئة الأسباب والأهداف التي دعتها لاقتراح هذه القواعد أو تعديلها, وأن تبين الآثار المرجوة لها, وللهيئة أن تقرر بناء على ذلك موافقتها أو عدم موافقتها أو تعديلها وأن تخطر البورصة بقرارها خلال مدة لا تجاوز ثلاثة أشهر من تاريخ الإخطار بالاقتراح"[4].

"وتشكل بالبورصة لجنة تختص بالنظر في المخالفات التي يرتكبها أحد أعضائها وللجنة أن توقع الجزاءات التالية:1- الإنذار 2- إصدار أمر للمخالف بالتوقف عن ارتكاب تلك المخالفة3- إخضاع المخالف لمزيد من الرقابة 4- الوقف عن العمل أو مزاولة المهنة لمدة لا تجاوز سنة 5- فرض قيود على نشاط أو أنشطة المخالف.6- إلغاء المعاملات ذات العلاقة بالمخالفة وما ترتب عليها من آثار إذا أمكن ذلك, 7- وقف تداول ورقة مالية فترة زمنية محددة ' وعلى إدارة البورصة إخطار الهيئة بأي إجراء تأديبي تتخذه تجاه أي من أعضائها وبتفاصيل المخالفة التي ارتكبها والإجراءات التي اتخذتها والجزاء الذي تم توقيعه" [5].

"وللهيئة بقرار منها أو بناء على تظلم يقدمه المتظلم خلال خمسة عشر يوماً من تاريخ إخطاره كتابة بالقرار, إحالة الموضوع إلى مجلس التأديب ليتولى مراجعة الإجراء التأديبي وفق

(1) راجع المادة 38 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(2) راجع المادة 39 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(3) راجع المادة 40 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(4) راجع المادة 41 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(5) راجع المادة 42 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

نظام المراجعة المعتمد لدية, وللمجلس التأديبي أن يؤيد قرار البورصة أو يعدله أو يلغيه وذلك بقرار مسبب" [1].

"وفي حالات الكوارث والأزمات والاضطرابات التي يمكن أن تخلق آثاراً بالغة الضرر في السوق وكذلك في حالة ممارسة بعض المتداولين إيحاءات أو إشارات مضللة, فللهيئة أوسع الصلاحيات بإصدار التعليمات التي تهدف إلى استعادة العدالة والشفافية والكفاءة للسوق ولها في سبيل ذلك اتخاذ بعض التدابير منها على وجه الخصوص إيقاف التداول في البورصة, أو أي ورقة مالية مدرجة لفترة زمنية مؤقتة أو إلغاء التداول لفترة زمنية محددة أو إلغاء الصفقات على سهم معين أو إصدار قرارات لتصفية كل الأرصدة أو جزء منها أو تخفيضهاأو تعديل أيام وساعات التداول أوتعديل أو إيقاف أي من قواعد البورصة"[2].

"وفي حال عدم التزام البورصة بقرارات أو تعليمات الهيئة الصادرة بموجب سلطتها المقررة لها في المادة السابقة يجوز للهيئة اتخاذ ما تراه مناسباً من إجراء لتحقيق التداول المنتظم أو تصفية أي مركز يتعلق بالأوراق المالية"[3].

"ويجوز للهيئة بموجب إخطار كتابي للبورصة إلغاء الترخيص الممنوح لها اعتباراً من اليوم المحدد بقرار الهيئة, وذلك في الحالات التالية:

1- إذا فقدت الشركة أحد الشروط التي أهلتها للحصول على الترخيص.

2- إذا توقف العمل في البورصة لمدة تزيد على خمسة أيام عمل.

3- إذا تم إقفالها.

4-إذا لم تلتزم بتعليمات الهيئة رغم تنبيه الهيئة لها.

5- إذا لم تقدم للهيئة المعلومات التي طلبتها أو قدمت معلومات غير صحيحة أو مضللة وعلى الهيئة نشر قرار إلغاء الترخيص وأسبابه في الجريدة الرسمية" [4].

"ويجوز للهيئة أن تعطي الشركة مهلة محددة وذلك من تلقاء نفسها أو أن تمد المهلة الممنوحة لها بعد تاريخ إلغاء الترخيص إذا قدرت الهيئة أن في ذلك مصلحة عامة, أو بناء على طلب البورصة لحين إقفال العمليات فيها, أو لتسليم أنشطتها لبورصة أخرى مرخص لها" [5].

---

(1) راجع المادة 43 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(2) راجع المادة 44 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(3) راجع المادة 45 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(4) راجع المادة 46 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(5) راجع المادة 47 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

المبحث الثاني

الممارسات السلبية المخلة بالإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية

تفترض كفاءة أسواق المال توفر كافة المعلومات والبيانات التي تساعد المستثمرين الحاليين أو المحتملين على اتخاذ قرارهم الاستثماري السليم بالاستثمار بالورقة المالية من عدمه, بالإضافة إلى السرعة والسهولة في الحصول على تلك المعلومات والبيانات الضرورية مما يساهم في استقرار السوق ويكفل مبدأ الإفصاح والشفافية تحقيق العدالة والمساواة بين جميع المتعاملين في السوق بتوفير فرص الحصول على تلك البيانات والمعلومات المتعلقة بالأوراق المالية محل التداول.

وبالرغم من حرص المشرعين في جميع الدول على استقرار الأسواق المالية من خلال التشريعات المنظمة التي تكفل تحقيق هذه الغاية إلا أن هناك من يرتكب ممارسات تشكل تهديداً لهذا الاستقرار بمصالح المتعاملين فيها, ومن أخطر تلك الممارسات تلك التي تخل وتضر بمبدأ بالإفصاح والشفافية.

وتنقسم الممارسات المخلة بمبدأ الإفصاح والشفافية إلى ممارسات سلبية وإيجابية أما الممارسات السلبية فيقتصر دور المخالف على إخفاء المعلومات والبيانات التي أوجب المشرع الإفصاح عنها أو عدم تمكين الغير المصرح لهم قانوناً من الاطلاع عليها, وتعتبر هذه المخالفات مستمرة تتجدد بصفة دائمة ما دام الامتناع عن إتيان واجب الإفصاح قائماً, أما الممارسات الإيجابية فسنتناولها في مبحث مستقل , وسنستعرض فيما يلي صور الممارسات السلبية المخلة بالالتزام بالإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول

كتمان كل أو بعض المعلومات الواجب الإفصاح عنها او التأخير في الإفصاح عنها

تناولنا فيما سبق ماهية المعلومات والبيانات الواجب الإفصاح عنها في جميع مراحل الشركة الملقي على عاتقها الالتزام بهذا الإفصاح، فوجدنا أن المشرع الأردني والكويتـــــــي قد الزم الجهات المصدرة بالإفصاح عن بعض البيانات والمعلومات في مرحلة التأسيس, مثل اسم الشركة ومركزها الرئيسي وغاياتها وأسماء مؤسسيها وجنسياتهم وعناوينهم المختارة للتبليغ وعدد الأسهم المكتتب بها ورأس مال الشركة المصرح به والمكتتب به فعلاً وبيان بالمقدمات العينية في الشركة إن وجدت وقيمتها وفيما إذا كان للمساهمين وحاملي إسناد القروض القابلة للتحويل حق الأولوية للاكتتاب في أي إصدارات جديدة وكيفية إدارة الشركة والمفوضين بالتوقيع في الفترة ما بين تأسيس الشركة واجتماع الهيئة العامة الأول[(1)].

وكذلك بالإفصاح عن بعض المعلومات والبيانات بعد التأسيس بصفة دورية والمتعلقة بأنشطتها وتبين حقيقة مركزها المالي وتقدمها إلى هيئة الأوراق المالية مصدقة من مراجع الحسابات مثل التقارير السنوية ونصف السنوية وربع السنوية وذلك في الأوقات المحددة قانونا.

كما ألزم المشرعين الأردني والكويتي الجهات المصدرة بالإفصاح فورا عن أي أحداث جوهرية طارئة تتعرض الشركة لها سواء كانت هذه الأحداث ايجابية أو سلبية لأن من شأن هذه الأحداث أن تؤثر في المركز المالي والاقتصادي لهذه الجهات وبالتالي تؤثر على سعر ورقتها المالي ارتفاعا او انخفاضا, وبالتالي فمن حق المساهم أو المستثمر في هذه الشركة أن يعرف حقيقة هذه الأحداث ليتخذ قراره الصائب بالاحتفاظ بهذه الورقة المالية بشرائها أو بيعها[(2)], وهذه المسئولية لا يتحملها الشخص الاعتباري وحدة بل تمتد لتشمل أعضاء مجالس الإدارة وأعضاء هيئة المديرين والشركاء والمتضامنين والموظفين المعينين لدى الشخص الاعتباري المخالف ما لم يثبت عدم علمهم بارتكاب بالمخالفة[(3)].

كما تلتزم الجهات المصدرة بالإفصاح عن اجتماعات الجمعية العمومية العادية وغير العادية وجداول أعمالها قبل مدة كافية من عقدها ،حتى يتمكن المساهمون من الوقوف على المسائل المطروحة على جدول أعمال الجمعية العمومية ،فإذا كتمت الجهات المصدرة أو تأخرت في

---

(1) انظر الفقرة (ب) من المادة 92 من قانون الشركات الأردني والمادة 76 من قانون الشركات الكويتي.

(2) راجع في تفصيل ذلك ص 61 وما بعدها .

(3)انظر المادة (1/ه) من قانون الأوراق المالية الأردني رقم (76)لسنة 2002 م.

الإفصاح عن تلك المعلومات والبيانات الواجب إطلاع الجمهور عليها أو أفصحت عن بعضها دون البعض الأخر فإنها تكون قد أخلت بالتزامها بالإفصاح والشفافية المقرر عليها بموجب القانون إخلالاً يستوجب مسائلتها قانونا بتوقيع الجزاءات المناسبة من الجهات المختصة مع احتفاظ كل من تضرر بحقه بالتعويض المناسب عن الضرر الذي أصابه والكسب الذي فاته, كما اوجب المشرعين الأردني والكويتي على مراقبي الحسابات الذين يتمتعون بقدر كبير من الاستقلالية أن يفصحوا عن الأمور المالية الجوهرية بالشكل الذي يظهر بعدل ووضوح المركز المالي للمنشأة ونتائج أنشطتها, ومصادر التمويل لديها, ومدى تقيدها بمتطلبات قانون الشركات والتشريعات الأخرى ذات الصلة ونظامها الأساسي(1), التي اطلع عليها بتقرير مفصل يعرض على الجمعية العمومية ويرسل إلى هيئة السوق المالي(2).

فإذا لم يقم مراقب الحسابات بواجبة بالإفصاح عن هذه المعلومات والبيانات سواء للجمعية العمومية أو إدارة البورصة أو هيئة السوق المالي أو قدم تقريراً مجتزئاً بأن أفصح عن بعض المعلومات دون البعض الأخر أو تأخر بالإفصاح فإنه يكون مخلا بواجبة القانوني بالإفصاح والشفافية ويقع تحت طائلة المسئولية القانونية.

وحيث أن هيئة الأوراق المالية وإدارة السوق المالي تلعب كل منهما دورا مزدوجاً يتمثل باستقبال المعلومات من الشركات, وإعلام جمهور المتعاملين بتلك المعلومات وبالتالي إذا لم تقم أي منهما بالإفصاح عن تلك المعلومات التي تلقتها من الشركات أو تأخرت بالإفصاح عنهما فإنها تكون مخلة بواجب الإفصاح والشفافية الملقي على عاتقها بموجب القانونين الأردني والكويتي.

كما ألزم المشرع الأردني والكويتي شركات الوساطة المالية باعتبارها المحرك الأساسي في إبرام صفقات تداول الأوراق المالية وتلعب دور الوسيط بين المستثمر وسوق الأوراق المالية بتطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية تجاه هيئة الأوراق المالية وإدارة السوق المالي بالإفصاح لها عن أية تعاملات مشبوهة أو مضاربات صورية أو تلاعب بأسعار الأوراق المالية, وكذلك تجاه المتعاملين بالأوراق المالية فعليها التزام بالإفصاح مصدره القانون عن كافة المعلومات الضرورية والمفيدة المتعلقة بمعلومات البيع والشراء للأوراق المالية وعليها التزام تعاقدي وهو الالتزام بالتبصير ،وبناء علية فإن شركات الوساطة المالية تعتبر قد أخلت بواجبها بالالتزام بالإفصاح والشفافية المقرر قانونا إذا لم تقم بالإفصاح عن تلك المعلومات والبيانات أو تأخرت في الإفصاح عنها أو أفصحت عن بعضها دون البعض الأخر إخلالا تقوم معه مسئوليتها القانونية.

---

(1) العثمان، جمال عبد العزيز, مرجع سابق, ص220

(2) انظر المواد 18 ،19 من تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبة ومعايير التدقيق الأردني لسنة 2004

ومن الممارسات السلبية الخطيرة على أي سوق مالي عدم إفصاح المتعاملين عن المصالح ونسب ملكيتهم في الأوراق المالية, ونقصد بالمتعاملين بالأوراق المالية الأشخاص الطبيعية أو الاعتبارية الذين تحققت أو ستحقق لهم مصلحة في بيع أو شراء أوراق مالية لجهة مصدرة, ويلحق بالشخص الطبيعي زوجته وأبنائه القصر, وقد فرض المشرع الأردني والكويتي على المتعاملين الذين تحققت لهم مصلحة أو بلغت ملكيتهم حدا معينا من رأس مال الجهة المصدرة إخطار الجهة وإدارة البورصة فور تحقق هذه النسبة[(1)].

ويهدف كلا المشرعين من ذلك حماية المساهمين في الشركة ولفت نظرهم إلى المساهم الجديد أو المساهم الذي زادت نسبة ملكيته وبالتالي احتمالات التغير في مجلس إدارة الشركة أو في سياسات الشركة, كما يحقق أيضا الإفصاح عن المصالح ونسب الملكية إلى مكافحة العمليات المشبوهة مثل غسيل الأموال وتمويل الإرهاب ويؤدى أيضا إلى زيادة ثقة المستثمرين في السوق وان الأسعار تعكس القيمة الحقيقية للأوراق المالية, وبالتالي إذا تخلف الأشخاص الملزمين بالإفصاح عن المصالح ونسب الملكية عن القيام بواجبهم بالإفصاح عن مصالحهم أو نسب ملكيتهم في الأوراق المالية سواء كانوا أشخاصا طبيعيين أو اعتباريين سواء بكتمان مصالحهم أو نسب ملكياتهم إذا تجاوزت الحد القانوني أو تأخروا بالإفصاح عنها كانوا مخلين بالتزامهم بالإفصاح وتقوم مسئوليتهم القانونية.

وننوه هنا أنه أحيانا تقوم الشركة المصدرة بشراء بعض من أسهمهما المتداولة بالبورصة مما يؤدى إلى ارتفاع نسبة امتلاك البعض لأسهم هذه الشركة على النصاب المقرر للإفصاح دون أن تقوم الشركة بالإفصاح تجاه بقية المساهمين وتجاه الهيئة أو السوق عن هذا التغيير الذي طرأ في نصاب ملكية المساهمين وبالتالي قد يتفاجئ المساهمون بتغير أمر جوهري بالشركة مثل نظامها الأساسي أو تغيير مجلس الإدارة للسيطرة على إدارة الشركة.

لذلك نتمنى من المشرع الأردني والمشرع الكويتي بعد معرفة هذه الثغرة التي من الممكن أن تستغل في غير مصلحة الشركة أو المساهمين ،وبإجراء تعديل تشريعي بموجبه يتم إلـــــزام الجهــات المصدرة بالإفصاح تجاه الهيئة والسوق والمساهمين عن كافة التغييرات التي تطرأ على نصاب ملكية المساهمين للأسهم في كل مرة تشترى بعض أسهمهما من السوق[(2)].

---

(1) انظر المادة (13) من تعليمات الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية معايير التدقيق الأردني لسنة 2004, وانظر المواد (100-107) من قانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال فتنظيم نشاط الأوراق المالية.

(2) عبد السلام, صفوت, الشفافية والإفصاح والأثر على كفاء سوق المال مرجع سابق ص 66 نقلا عن العثمان, جمال عبد العزيز الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة بالبورصة مرجع سابق ص 284

المطلب الثاني

عدم الإفصاح عن جرائم غسل الأموال وتمويل الإرهاب

فرض المشرع الأردني والكويتي كذلك واجب الإفصاح لمواجهة جرائم غسل الأموال ومكافحه الإرهاب وحدد الأطراف الملزمة بهذا الواجب وهم الجهات المصدرة ومراقبو حساباتها وهيئات الأوراق المالية وإدارة السوق المالي (البورصة) وشركات الوساطة المالية والمتعاملون بالأوراق المالية سواء كانوا أشخاص طبيعيين أو اعتباريين, وشرع لهذه المواجهة الإجراءات والضوابط الكفيلة لإتمامها, وبالتالي تلتزم هذه الأطراف بالإفصاح إلى الجهات المختصة عن أية عمليات أو حالات مشبوهة فإن هي كتمت أو تأخرت في الإفصاح عن هذه العمليات أو الحالات تكون قد أخلت بواجبها بالإفصاح[1].

وتعتبر هذه الحالات من اخطر الممارسات السلبية التي لا تقتصر أثرها على استقرار السوق المالي فقط بل يمتد أثرها ليهدد الاقتصاد الوطني وسنتناول موقف كل من المشرع الأردني والمشرع الكويتي فيما يلي:

أولاً: عدم الإفصاح عن جرائم غسل الأموال وتمويل الإرهاب في ظل القانون الأردني رقم 46 لسنة 2007 المعدل بشأن مكافحة غسيل الأموال وتمويل الإرهاب المعدل بالقانونين (8،31) لسنة 2010:

"نص المشرع في القانون 46 لسنة 2007 بشأن غسيل الأموال وتمويل الإرهاب المعدل بالقانونين رقم (8،31) لسنة 2010 مجموعة التزامات على الشركات تضمن من خلالها عدم غسل الأموال أو تمويل الإرهاب حيث ألزم الجهات المبينة أدناه بالإجراءات المنصوص عليها في هذا القانون والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضى أي منها وهي:

أ- الجهات المالية وتشمل:-

1-البنوك العاملة في المملكة .

2-شركات الصرافة وشركات تحويل الأموال.

3-الأشخاص أو الشركات التي تمارس أيا من الأنشطة التي تخضع لرقابة وترخيص هيئة الأوراق المالية .

---

(1) انظر تعليمات هيئه الأوراق المالية الأردنية بشان مكافحه غسل الأموال وتمويل الإرهاب في أنشطة الأوراق المالية لسنه 2010الصادره إستادا للفقرة (ف) من المادة 12من قانون الأوراق المالية رقم 76لسنه 2002واحكام البند(4) من قانون مكافحه غسل الأموال وتمويل الإرهاب رقم 46 لسنه 2007، وانظر المواد 185و186 من اللائحة التنفيذية للقانون رقم 7 لسنه 2010 بشان إنشاء هيئة أسواق المال الكويتية وتنظيم نشاط الأوراق المالية.

4-الأشخاص أو الشركات التي تمارس أياً من الأنشطة التي تخضع لرقابة وترخيص هيئة التأمين.

5- الجهات التي تمارس أيا من الأنشطة المالية التالية :-

-منح الائتمان بجميع أنواعه.

-تقديم خدمات الدفع والتحصيل.

-إصدار أدوات الدفع والائتمان وإدارتها.

-الاتجار بأدوات السوق النقدي وبأدوات سوق رأس المال سواء لحسابها أو لحساب عملائها.

-شراء الديون وبيعها سواء بحق الرجوع أو بدونه.

-التأجير التمويلي .

-إدارة الاستثمارات والأصول المالية عن الغير.

6- الجهات التي تقدم الخدمات البريدية وفقاً لأحكام التشريعات النافذة.

ب- الجهات غير المالية وتشمل:-

1- الأشخاص أو الجهات الذين يعملون في تجارة العقارات وتطويرها.

2- الأشخاص أو الجهات الذين يعملون في تجارة المعادن الثمينة والأحجار الكريمة.

3- الأشخاص أو الجهات الذين يقومون نيابة عن الغير بالأعمال التالية:-

-بيع العقارات وشرائها.

-إدارة الأموال أو أي أصول مالية أخرى.

-إدارة الحسابات المصرفية أو حسابات توفير البريد أو حسابات الاستثمار في الأسواق المالية المحلية والدولية.

-الإجراءات القانونية اللازمة لتأسيس أي شخص اعتباري أو إدارته أو شراء محلات تجارية أو بيعها.

-تنظيم المساهمات الخاصة بإنشاء الشركات أو إدارتها.

ج- الجهات أو المهن التي يقرر مجلس الوزراء تطبيق أحكام هذا القانون عليها بناء على تنسيب اللجنة" (1).

ومن ثم فإن أي من هذه الجهات إذا كانت متخذة شكل شركات مساهمة وتصدر أوراق مالية فعليها أن تلتزم بأحكام قانون الأوراق المالية وأحكام قانون غسيل الأموال.

"وتلتزم الجهات الخاضعة لأحكام قانون غسيل الأموال بما يلي :-

---

(1) راجع المادة 13 من القانون الأردني رقم 46 لسنة 2007 المعدل بالقانونين (8،31) لسنة 2010 بشأن مكافحة غسيل الأموال.

1-بذل العناية الواجبة للتعرف على هوية العميل وأوضاعه القانونية ونشاطه والغاية من علاقة العمل وطبيعتها والمستفيد الحقيقي من العلاقة القائمة بين هذه الجهات والعميل، إن وجد، والتحقق من كل ذلك والمتابعة المتواصلة للعمليات التي تتم في إطار علاقة مستمرة مع عملائها بأي وسيلة من الوسائل المحددة بمقتضى التشريعات ذات العلاقة وتسجيل البيانات المتعلقة بذلك والاحتفاظ بها.

2-عدم التعامل مع الأشخاص مجهولي الهوية أو ذوي الأسماء الصورية أو الوهمية أو مع البنوك أو الشركات الوهمية.

3-إخطار الوحدة فوراً عن أي عملية يشتبه بأنها مرتبطة بغسل الأموال أو تمويل الإرهاب سواء تمت هذه العملية أم لم تتم وذلك بالوسيلة أو النموذج المعتمدين من الوحدة، على أن تحتفظ بصورة عن الإخطار والوثائق والمستندات والبيانات والمعلومات المتعلقة به لمدة لا تقل عن خمس سنوات أو لحين صدور حكم قضائي قطعي بشأن هذه العملية أيهما أطول.

4- التقيد بالأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة عن الوحدة أو الجهات الإشرافية والرقابية المختصة.

5- بذل عناية خاصة لفئات العملاء أو علاقات العمل أو العمليات مرتفعة المخاطر ووضع الإجراءات الخاصة بها بما في ذلك: أولاً: نظم إدارة المخاطر الخاصة بغسل الأموال وتمويل الإرهاب متضمنة تصنيف العملاء إلى فئات وفقاً لدرجات المخاطر مع وضع الإجراءات اللازمة للتعامل مع هذه المخاطر بما يتناسب مع تلك الدرجات، على أن تتم مراجعة هذا التصنيف دورياً أو في حال حدوث تغييرات تستدعي ذلك.ثانياً: سياسات وتدابير منع استغلال التكنولوجيا الحديثة في غسل الأموال وتمويل الإرهاب.

6- مسك سجلات ومستندات لقيد ما تجريه من عمليات مالية محلية أو دولية بحيث تتضمن البيانات الكافية للتعرف على هذه العمليات مع الاحتفاظ بهذه السجلات والوثائق والمستندات والبيانات والمعلومات بما في ذلك سجلات بيانات التعرف على هوية العملاء والمستفيدين الحقيقيين لمدة لا تقل عن خمس سنوات من تاريخ إنجاز المعاملة أو تاريخ انتهاء علاقة العمل حسب مقتضى الحال، وتحديث هذه البيانات بصفة دورية، ويجوز الاحتفاظ بالصور المصغرة (الميكروفيلم) أو غيرها من الوسائل الإلكترونية الحديثة ويكون لها حجية الأصل في الإثبات شريطة إعدادها وحفظها واسترجاعها وفقاً للأسس المحددة بمقتضى التعليمات الصادرة عن رئيس الوحدة لهذه الغاية.

وتلتزم الفروع الخارجية والشركات التابعة لها في خارج المملكة للجهات المذكورة في المادة (13) من قانون غسل الأموال الأردني سالف الذكر بالأحكام الواردة في هذه المادة باستثناء الأشخاص أو الشركات التي تمارس أيا من الأنشطة التي تخضع لرقابة وترخيص هيئة الأوراق المالية" . [1]

"ويجب على الجهات الملزمة المذكورة أن توقف لمدة لا تتجاوز ثلاثة أيام عمل جميع الإجـراءات والمعاملات الجارية على العملية التي يشتبه بأنها مرتبطة بغسل الأموال أو تمويل الإرهاب, أو أن تطلب تزويدها بأي معلومات إضافية تعتبرها ضرورية للقيام بوظيفتهـا إذا كانـت تـرتبط بـأي معلومات سبق أن تلقتها الوحدة أثناء مباشرة اختصاصاتها أو بناء على طلبات تتلقاها من الوحدات النظيرة، ويجب على الجهات الملزمة بواجب الإخطار تزويد الوحدة بالمعلومات المشار إليها فـي الفقرة (أ) من هذه المادة خلال المدة التي تحددها". [2]

"وعلى الوحدة إعلام الجهات الملزمة بواجب الإخطار وفقاً لأحكام هـذا القـانون بتـسلمها الإخطار الوارد منها عن أي عملية يشتبه بأنها مرتبطة بغسل الأموال أو تمويل الإرهـاب سـواء تمت هذه العملية أم لم تتم وذلك بالوسيلة أو النموذج المعتمدين من الوحدة، على أن تحتفظ بـصورة عن الإخطار والوثائق والمستندات والبيانات والمعلومات المتعلقة به لمدة لا تقل عن خمس سنوات أو لحين صدور حكم قضائي قطعي بشأن هذه العملية أيهما أطـول, بمقتـضى التعليمـات التـي يصدرها رئيس الوحدة لهذه الغاية وفقاً لأحكام المادة (14) من قانون غـسيل الأمـوال الأردنـي، وللوحدة إعلام الجهات الرقابية والإشرافية في حال مخالفة أي من الجهات الخاضعة لرقابـة تلـك الجهات وإشرافها لأي من أحكام هذا القانون أو الأنظمـة أو التعليمـات أو القـرارات الـصادرة بمقتضى أي منها" [3].

ومن ثم فقد الزم المشرع الأردني جهات عدة من ضمنها الشركات التي تتعامل في الأوراق المالية أو يتشكل رأس مالها منها بأن تفصح عن عمليات غسيل الأموال وإلا تعرضـت لعقوبـات نص عليها القانون المذكور.

"ويترتب على ذلك أن الجهات المبينة أدناه ملتزمة بتزويد الوحدة (الخاصة بغسيل الأمـوال) بأي معلومات إضافية تتعلق بالإخطارات التي تتلقاها إذا كانت ضرورية للقيام بمهامهـا أو بنـاء على طلب تتلقاه من وحدات نظيرة خلال المدة المحددة في الطلب:-

1-الجهات القضائية .

---

(1) راجع المادة 14 من القانون الأردني رقم 46 لسنة 2007 المعدل بالقانونين (8،31) لسنة 2010 بشأن مكافحة غسيل الأموال.

(2) راجع المواد 15، 16 من القانون الأردني رقم 46 لسنة 2007 المعدل بالقانونين (8،31) لسنة 2010 بشأن مكافحة غسيل الأموال.

(3) راجع المادة 17 من القانون الأردني رقم 46 لسنة 2007 المعدل بالقانونين (8،31) لسنة 2010 بشأن مكافحة غسيل الأموال.

2-الجهات الرقابية والإشرافية التي تمارس سلطتها على الجهات الخاضعة لأحكام هذا القانون .

3-أي جهات إدارية أو أمنية أخرى .

وتلتزم الجهات الرقابية والإشرافية بإنشاء وتهيئة الوسائل الكفيلة للتحقق من التزام الجهـات الخاضـعة لأحكام هذا القانون بالأحكام الواردة فيه والأنظمة والتعليمات والقرارات الصادرة بمقتضى أي منها وإصدار التعليمات اللازمة وفقاً لأحكام القانون". [1]

كما تلتزم الجهات سالفة الذكر بما يلي:-

1-اتخاذ الإجراءات والوسائل اللازمة لتبادل المعلومات والتنسيق مع الوحـدة بـشأن مكافحـة غـسل الأموال وتمويل الإرهاب.

2- تبليغ الوحدة فوراً إذا تبين لها أثناء مباشرتها لاختصاصاتها وفقاً لأحكام التشريعات النافـذة وجـود شبهة غسل أموال أو تمويل إرهاب، وللوحدة إعلام هذه الجهات بالإجراءات المتخذة وفقاً لأحكـام هذا القانون إذا اقتضى الأمر ذلك.

ثانياً: عدم الإفصاح عن جرائم غسل الأموال وتمويل الإرهاب في ظل قـانون غـسيل الأمـوال الكويتي رقم 35 لسنة 2002:

عرف المشرع الكويتي "عمليات غسيل الأموال بأنها عملية أو مجموعة من عمليات ماليـة، أو غير مالية، تهدف إلى إخفاء أو تمويه المصدر غير المشروع للأموال أو عائـدات أي جريمـة وإظهارها في صورة أموال أو عائدات متحصله من مصدر مشروع، ويعتبر من قبيل هذه العمليات كل فعل يساهم في عملية توظيف أو تحويل أموال أو عائدات ناتجة بصورة مباشرة أو غير مباشرة عن جريمة أو إخفاء أو تمويه مصدرها" (2).

فيعد مرتكبا لجريمة غسيل الأموال كل من ارتكب احد الأفعال التالية أو شرع في ارتكابها:

1. إجراء عملية غسيل الأموال مع العلم بأنها متحصل عليها من جريمة أو متحصل عليها من فعل مـن أفعال الاشتراك فيها.
2. نقل أو تحويل أو حيازة أو إحراز أو استخدام أو احتفاظ أو تلقي أموال مع العلم بأنها متحصل عليها من جريمة أو متحصل عليها من فعل من أفعال الاشتراك فيها.

([1]) راجع المادة 18 من القانون الأردني رقم 46 لسنة 2007 المعدل بالقانونين (8،31) لسنة 2010 بشأن مكافحة غسيل الأموال.

(2) راجع المادة (1) من قانون غسيل الأموال الكويتي رقم 35 لسنة 2002.

3. إخفاء أو تمويه حقيقة الأموال أو مصدرها أو مكانها أو طريقة التصرف فيها أو حركتها أو الحقوق المتعلقة بها أو ملكيتها، مع العلم بأنها متحصل عليها من جريمة أو متحصل عليها من فعل من أفعال الاشتراك فيها[1].

ويجب على البنوك وشركات الاستثمار ومؤسسات وشركات الصرافة وشركات التامين وغيرها من المؤسسات المالية والأشخاص الذين يصدر بتحديدهم قرار من وزير المالية الالتزام بما يلي-:

1. عدم الاحتفاظ بأي حسابات مجهولة الهوية أو حسابات بأسماء وهمية أو رمزية أو فتح مثل هذه الحسابات.
2. التحقق من هوية عملائها وفقا لوثائق رسمية صادرة من الجهات المختصة بالدولة.
3. الاحتفاظ بجميع المستندات والوثائق الخاصة بالمعاملات التي أجرتها سواء كانت محلية أو خارجية بما فيها صور من الهوية الشخصية لعملائها، وذلك لمدة خمس سنوات على الأقل من تاريخ إتمام المعاملة.
4. الإبلاغ عن أي معاملة مالية مشبوه اتصل علمها بها.
5. تبني سياسة تدريب المسئولين والعاملين فيها بما يكفل إحاطتهم علما باستمرار بالمستجدات في مجال مكافحة عمليات غسيل الأموال.
6. تبني إجراءات العمل ونظم الرقابة الداخلية الملائمة بما يمكنها من اكتشاف أي من تلك العمليات فور وقوعها والحيلولة دون استغلالها لتمرير العمليات المشبوهة.

كما يجب على تلك المؤسسات المالية والأشخاص الالتزام التام بالتعليمات والقرارات الوزارية التي تصدر إليها من الجهات الحكومية المشرفة عليها بخصوص البنود السابق ذكرها وكذلك بأي تعليمات وقرارات وزارية أخرى ذات صلة بمكافحة عمليات غسيل الأموال[2].

"ومع عدم الإخلال بالمسئولية الجزائية للشخص الطبيعي المنصوص عليها في هذا القانون، تسأل شركات الأشخاص جزائيا عن الجرائم المنصوص عليها في المادة الثانية منه وتعاقب الشركة بالغرامة التي لا تجاوز مليون دينار،إذا وقعت الجريمة لحسابها أو باسمها بواسطة احد أجهزتها أو مديريها أو ممثليها أو احد العاملين بها، وتحكم المحكمة بإلغاء الترخيص في مزاولة النشاط إذا كانت الشركة قد أنشئت بغرض ارتكاب إحدى الجرائم المنصوص عليها في المادة الثانية من هذا القانون وفي جميع الأحوال يحكم بمصادرة الأموال والممتلكات والعائدات والوسائط المستخدمة في ارتكاب الجريمة، وذلك دون الإخلال بحقوق الغير حسني النية، وينشر الحكم في الجريدة الرسمية

---

(1) راجع المادة (2) من قانون غسيل الأموال الكويتي رقم 35 لسنة 2002.

(2) راجع المادة (3) من قانون غسيل الأموال الكويتي رقم 35 لسنة 2002.

وفي جريدتين يوميتين وتتم مباشرة الدعوى الجزائية ضد الشركة في مواجهة ممثلها القانوني وقت اتخاذ الإجراءات، ويجوز للشركة أن يمثلها أي شخص لديه تفويض بهذا الأمر وفقا للقانون أو النظام الأساسي للشركة، ولا يجوز أن يتعرض هذا الممثل لأي إجراء ينطوي على إكراه غير الإجراءات التي تتخذ ضد الشاهد" [1].

(1) راجع المادة (13) وما بعدها من قانون غسيل الأموال الكويتي رقم 35 لسنة 2002.

المطلــــب الثالث

عدم تمكين الغير من الإطلاع وعدم الإدراج المتعمد في البورصة

أولا: عدم تمكين الغير من الإطلاع

درجت التشريعات المنظمة لأسواق المال في مختلف الدول ومن بينها التشريعات الأردنية(1), والكويتية(2), على إلزام الجهات المصدرة بتمكين بعض الأطراف والجهات من الإطلاع على المعلومات والبيانات التي بحوزتها إعمالاً لمبدأ الإفصاح والشفافية, ولا يمكن للجهات المصدرة حجب تلك المعلومات والبيانات إلا إذا كانت سرية ويخشى من تسربها إلى جهات منافسة وفقا للشروط والضوابط التي أشرنا إليها سابقا, مما يلحق الضرر البالغ بالجهة المصدرة ولكن هذا الحجب لا يسري على الأشخاص الذين مكن لهم القانون من الإطلاع على كافة المعلومات والبيانات حتى ولو كانت سرية وهم الأشخاص المكلفين بالتفتيش من قِبل الجهات الحكومية بالإضافة إلى حق مراجعي الحسابات الإطلاع على جميع المعلومات والبيانات مهما كانت طبيعتها.

وأوجب المشرع الأردني والكويتي على مراقب الحسابات أو مدقق الحسابات كما اصطلح على تسميته في القانون الأردني في حالة عدم تمكينه من الإطلاع على المعلومات والبيانات المالية أو عرقلة عمله بإثبات ذلك بتقرير يقدمه إلى مجلس إدارة الجهة المصدرة لتيسير مهمته إلى أن يرفع تقريره إلى هيئة الأوراق المالية وإدارة البورصة ويعرضه على الجمعية العمومية للمساهمين لتقرر الإجراء المناسب في مواجهة هذه المخالفة.

يظهر مما تقدم أن الجهة المصدرة التي لا تمكن الأطراف من الاطلاع على المعلومات والبيانات التي قرر لهم القانون حق الإطلاع عليها تكون قد خرقت بهذا التصرف السلبي واجبها بالإفصاح والشفافية مما يشكل مخالفة تستوجب مسائلتها القانونية.

ثانيا:عدم الإدراج المتعمد في سوق الأوراق المالية:

من الممارسات السلبية الخطيرة أيضا أن تتعمد بعض مجالس الإدارات لبعض الجهات المصدرة عدم إدراج أوراقها المالية في السوق المخصص لها وعدم تسجيل نفسها في هيئة سوق المال وإدارة البورصة رغم استيفائها كافة الشروط المطلوبة لعملية الإدراج بعد انتهاء مرحلة التأسيس ومضى المدة القانونية التي اشترطها المشرع وكافة الشروط الأخرى وذلك بهدف التهرب من الخضوع لقوانين سوق المال خاصة إذا كانت مقننة بحزمة متكاملة من قوانين الإفصاح والشفافية المدعمة بالعقوبات الصارمة في حال المخالفة مما يفتح أبواب التلاعب بأموال المساهمين

---
(1) انظر المادة 194 وما بعد من قانون الشركات الأردنية.

(2) انظر المادة 163 من قانون الشركات التجارية الكويتي.

على مصراعيها لضعف الرقابة على أعمال الشركة ،فالشركات غير المدرج أسهمها تستطيع إخفاء المعلومات والبيانات الهامة على المساهمين فيها وليس لهم من سبيل إلا الميزانية السنوية في اجتماع الجمعية العمومية والتي قد لا تلتزم بعرضها هي الأخرى ومن ثم لا يملك المساهمون إلا طلب إجتماع طارئ غير عادى لاتخاذ قرارات ضد مجلس الإدارة أو إقامة دعوى ضد أعضاء مجلس الإدارة بالمسئولية المدنية وفى كلتا الحالتين يصعب على المساهم الفرد حماية استثماراته لعدم العلم الواضح أو الكافي بمركز الشركة المالي نتيجة الإخلال بمبدأ الإفصاح والشفافية فضلا على أن عدم إدراج الأوراق المالية في البورصة وبالتالي خضوعها لهيئة سوق المال يخرج الشركة من عباءة قوانين سوق المال التي تفرض جزاءات محددة على كل سلوك يخالف واجب الإفصاح والشفافية بكافة الأشكال والتي سنعرض لها فيما بعد, بالإضافة إلى أن من أهم خصائص الأوراق المالية سهولة التداول وعدم إدراجها في البورصة يفقدها هذه الخاصية لان المتعامل خارج البورصة يستشعر خطر الخداع والتضليل والاحتيال لصعوبة تحديد القيمة العادلة للورقة المالية غير المدرجة.

هذه هي أبرز الممارسات السلبية التي تنتهك مبدأ الإفصاح والشفافية التي تؤثر على قرارات المتعاملين في سوق الأوراق المالية بالاستثمار في الورقة المالية من عدمه ويشيع جواً من عدم الثقة, الأمر الذي يؤدي إلى تهديد استقرار سوق الأوراق المالية .

المبحث الثالث

الممارسات الإيجابية المخلة بالإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية

حرصت التشريعات المنظمة لأسواق المال في أغلب الدول على حماية حقــوق المــساهمين الحاليين والمحتملين بتأمين حصولهم على المعلومات الصحيحة التي تتسم بالشفافية والوضوح, من خلال حزمة من القوانين والأنظمة والإجراءات التي تكفل تحقيق هذا الهدف وسنتناول فيمــل يلـــي صور للمارسات الإيجابية التي تنتهك هذه القوانين والأنظمة والإجراءات :

المطلب الأول

الإفصاح الكاذب أو المضلل

من الممارسات المخلة بالافصاح والشفافية الكذب في البيانات المطلوب الافصاح عنها أو التضليل فيها, لذا تعرض التشريع الأردني والكويتي لتلك الممارسات بالتجريم في القوانين الخاصة بالإفصاح وأفرد نصوصا متعلقة بتجريم الإفصاح الكاذب أو المضلل في جميع مراحل عمر الجهة المصدرة للورقة المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية, سواء كان ذلك عند التأسيس أو عند الاكتتاب أو عند الإدراج أو بعد الإدراج ، ومن أمثلة الإفصاح الكاذب أو المضلل أن يقوم المؤسسون مثلاً بالإثبات عمداً في عقد تأسيس الشركة أو نظامها الأساسي أو في نشرات الاكتتاب بيانات كاذبة أو مخالفة لأحكام القانون (1), وأيضاً من صور الإفصاح الكاذب الكذب في تقويم الحصص العينية الذي تصدى له المشرع الكويتي ضماناً لحقوق المساهمين وكذلك دائني الشركة وحماية لمصالحهم حيث وضع الضوابط في تقدير تلك الحصص وعاقب كل من يغالي في تقديرها (2), بينما لم يرد في القانون الأردني ما يدل على معاقبة من يغالي عن عمد في تقويم الحصص العينية بالرغم من أنه أجاز إصدار الأسهم مقابل حصص عينية بالضوابط التي نص عليها ،كذلك لم يغفل المشرع الأردني والمشرع الكويتي تجريم الاكتتاب الصوري وذلك بأن يستخدم بعض المستثمرين أشخاصاً آخرين ليكتتبوا لحسابهم لعــدة أسباب كأن يكونـــــــوا ممنوعين من الاكتتاب أو تقييدهم بحد أقصى لعدد الأسهم المكتتب بها أو برغبتهم بالاستحواذ على أسهم الشركة والسيطرة عليها بطريقة خفية وهناك أيضا الكذب في النشرات الإعلامية , كل هذه الحالات أو الصور تعتبر من قبيل الإفصاح الكاذب أو المضلل الذي يكون له أبلغ الأثر في التأثير على سلوك

---

(1) راجع المادة 2/246 من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم 15 لسنة 1960, بينما جاء المشرع الأردني بنص عام في معاقبة كل شخص يقوم بإجراء اكتتابات صورية للأسهم أو قبول الاكتتابات فيها بصورة وهمية أو غير حقيقية لشركات غير قائمة أو غير حقيقية المادة 278/أ- 2 من قانون الشركات الأردنية رقم 22 لسنة 1997 .

(2) انظر المادة 105 من قانون الشركات التجارية الكويتي رقم 15 لسنة 1960.

الجمهور في الاستثمار في تلك الأوراق من عدمه ويهدد استقرار أسواق الأوراق المالية ويقلل من مستويات الثقة في وسائل الإفصاح المتنوعة.

وهناك العديد من الأدوات التي تستخدم في الإفصاح عن المعلومات والبيانات المالية للجهات المصدرة والتي قد تستغل من قبل بعض الأطراف المستفيدة لتضمينها معلومات وبيانات غير صحيحة أو مضللة مثل الكذب في التقارير المالية أو الكذب في الميزانية وما تحتويه من معلومات وبيانات تبين حقيقة المركز المالي للشركة فيؤثر ذلك سلباً على حقوق المستثمرين الحاليين والمحتملين ويفقدهم القدرة على اتخاذ قرارهم الاستثماري السليم مما يجعل الاستثمار في سوق الأوراق المالية بالغ الخطورة, لذلك يجب أن تكون المعلومات والبيانات التي تتضمنها تلك المستندات صحيحة بشكل كامل لا لبس فيه ولا غموض(1).

ونظراً للحجية التي يضفيها المشرع على الدفاتر التجارية للجهات المصدرة والشركات عموماً فان الكذب في البيانات والمعلومات الواردة فيها صوره من صور الإفصاح الكاذب أو المضلل المعاقب عليها كون المعلومات التي تحتويها تبين المركز المالي الحقيقي للشركة(2).

---

(1) العثمان, جمال عبدالعزيز, مرجع سابق, ص 306.

(2) العثمان, جمال عبدالعزيز, مرجع سابق, ص 309.

المطلب الثاني

نشر وترويج الشائعات

تعرف الشائعات بأنها " تعبير يطلق على المعلومات والأخبار والأفكار والروايات التي يتناقلها الناس لارتباطها بموضوعات تعد هامة بالنسبة إليهم, وتكون المعلومات عنها متضاربة أو غير متيسرة أو غير مقنعة غالباً بالكلمة المنطوقة وأحياناً بأساليب التواصل غير المألوفة كالدعاية والنكتة والرسم الكاريكاتيري أو عن طريق المنشورات أو النشرات أو الصحافة أو الإذاعة أو أجهزة الإعلام الأخرى, دون أن ترتكز على مصدر موثوق به يؤكد صحتها, وقد تتضمن أحياناً حقيقة أو قد تقوم على أساس من الحقيقة, وقد تكون مختلفة تماماً لا أساس لها من الواقع, فتؤثر أثناء تداولها على تفكير الإنسان ونفسيته وعلى انفعالاته وخياله وسلوكه إلى المدى الذي قد يرى فيها ما ليس موجوداً فيضيف إليها كلاماً آخر مما يجعلها أكثر سرياناً وانتشاراً وجاذبية[(1)], أو بعبارة أخرى فان الشائعة هي عبارة عن خبر أو قصة أو حدث يتناقله الناس بدون تمحيص أو تحقق من صحته, وغالباً ما يكون غير صحيح أو يكون مبالغاً فيه بالتهويل أو التقليل.

ونستنبط من هذه التعاريف أن الإشاعة تولد وتنتشر عندما تغيب الشفافية ويسيطر الغموض والتعتيم حول موضوع معين ويضعف تأثيرها وتفشل عندما تتوافر المعلومات بشكل واضح ومحدد حول هذا الموضوع, حيث أن أساس التعامل في سوق الأوراق المالية يقوم على الانتقال السلس والآمن للمعلومات والبيانات المتعلقة بالشركات المدرجة بين القنوات المرخصة لتداول تلك المعلومة والتي تتمثل بالجهات الملزمة بالإفصاح من جهة والأطراف المستفيدة من هذا الإفصاح من جهة أخرى كهيئات أسواق المال وإدارات البورصات وجمهور المستثمرين [(2)].

وعندما يضعف الالتزام بمبدأ الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية سواء لعدم كفاية أو عدم فاعلية القوانين المنظمة والداعمة لهذا المبدأ, أو لوجود ضعف أو خلل من الجهات الرقابية في تطبيقه تكون سوق الأوراق المالية مرتعاً خصباً لانتشار الشائعات والأقاويل بين جمهور المستثمرين لعجزه عن الحصول على المعلومات الصحيحة, فكلما قوى جانب الإفصاح والشفافية في سوق الأوراق المالية ضعف تأثير الشائعات فيها بينما يؤدي ضعف الإفصاح والشفافية إلى ازدهار الشائعات وقوتها وتناميها الأمر الذي يهدد سوق الأوراق المالية بعدم الاستقرار والتذبذب صعوداً أو نزولاً حسب نوع الشائعة وهدف مطلقها والمروج لها بل قد يصل الأمر أحياناً إذا

---

(1) أبوالفتوح, محمد هشام, الشائعات في قانون العقوبات المصري والقوانين الأخرى, دار النهضة العربية, القاهرة, مصر 1995 ص 73, 74.

(2) العثمان, جمال عبدالعزيز, مرجع سابق, ص 373

نجحت الشائعة في الرواج أن تؤدي إلى خلق أزمة مالية غير موجودة أو صناعة صفقات ضخمة لا يمكن أن تتم لولا انتشار الشائعة ورواجها وجني أرباح طائلة على حساب باقي المتداولين .

وعادة ما تنتشر الشائعات في أوقات الأزمات أو عند تأخر الشركات في إعلان أرباحها السنوية للمستثمرين حيث تكون البيئة جاذبة لها, ويطرأ على محتوى الشائعة تشويهات عديدة خلال نقلها وترويجها مما يؤثر في القيمة السوقية لسعر السهم بين الارتفاع والانخفاض والتذبذب.

نظراً لخطورة الشائعات وآثارها المدمرة على استقرار أسواق المال حرصت كافة التشريعات على تجريمها ومكافحتها عبر سن قوانين الإفصاح والشفافية التي تمنع أي تأثير للشائعات على تداولات سوق الأوراق المالية نظراً لتوفر المعلومات الصحيحة من مصادرها الرسمية للكافة وفي التوقيت المناسب بشكل يكفل العدالة والمساواة بين جميع المستثمرين, وفرضت الجزاءات المناسبة على كل من يروج أو ينشر إشاعات في أسواق المال ،فنجد المشرع الأردني في قانون الأوراق المالية حظر بث الشائعات أو ترويجها والتي من شأنها التأثير في سعر أو حجم تداول أي ورقة مالية أو في سمعة أي جهة مصدرة .[1]

أما العقوبات فقد قرر المشرع الأردني "على مرتكبي هذا الفعل بالغرامة التي لا تزيد على مائة ألف دينار أردني بالإضافة إلى الغرامة التي لا تقل عن ضعف الربح المحقق أو ضعف الخسارة المتجنبة على أن لا تزيد عن خمسة أضعاف ذلك الربح أو الخسارة" [2]، "بالإضافة إلى الحبس مدة لا تزيد على ثلاث سنوات مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد مقررة بموجب تشريع آخر". [3]

"أما المشرع الكويتي فقد عاقب بعقوبة الحبس مدة لا تجاوز خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن عشرة آلاف دينار ولا تتجاوز مائة ألف دينار أو بإحدى هاتين العقوبتين بعض الأفعال ومنها كل من تصرف تصرفا ينطوي على خلق مظهر أو إيحاء زائف أو مضلل بشأن التداول الفعلي لورقة مالية أو لسوق الأوراق المالية"..................[4] .

---

(1) المادة 109/ أ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002.

(2) المادة 110/ أ من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002.

(3) المادة 110/ ب من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنة 2002.

(4) المادة 122 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

المطلب الثالث

استغلال المعلومات الداخلية قبل إعلانها

تكاد تجمع التشريعات على عدم مشروعية التعاملات الناتجة عن استغلال المعلومات الداخلية المحظور استغلالها والتي تعرف بأنها " معلومات صحيحة غير معلنة قد تؤثر جوهرياً على أسعار الأوراق المالية, ومتعلقة بتلك الأوراق أو بمصدر تلك الأوراق (الشركات) " [1].

ويتضح من التعريف سالف البيان أنه يشترط في المعلومات المحظور استغلالها أن تكون المعلومة داخلية غير معلنة أي أنها لا تزال مقتصرة على فئة محدودة هم فئة المطلعين سواء كانوا أعضاء مجلس الإدارة[2], أو المديرين أو الموظفين أو مراقبي الحسابات أو غيرهم ويجب أيضاً أن تكون المعلومات صحيحة ومحددة لكي يحظر التعامل في الورقة المالية على أساسها سواء باستغلال تلك المعلومات لجلب منفعة للمطلع نفسه أو بإفشاء المعلومات للغير الذي يقوم باستغلالها لنفسه أو لغيره وليست مجرد شائعات, حيث أن ترويج الشائعات كأحد الممارسات الإيجابية المخلة بمبدأ الإفصاح والشفافية تعرضنا لها في المطلب السابق.

ولا يكفي أن تكون صحيحة فقط بل يجب أن تكون المعلومة محددة كأن تتعلق المعلومة بتعديل رأس المال أو بإصدار أوراق مالية جديدة مثلاً, وكذلك يجب أن تكون المعلومات الداخلية مؤثرة في سعر الورقة المالية حتى تسبغ عليها الحماية القانونية وأن تكون المعلومات متعلقة بالورقة المالية نفسها أو بالجهة المصدرة كالمعلومات المتعلقة بالأداء الفني والتجاري والمالي للشركة .

إذا توافرت هذه الشروط في المعلومات وقام أحد المطلعين أو المستفيدين من حالات الإطلاع بالاستفادة منها لنفسه أو لغيره فإنه يكون قد أخل بواجب الإفصاح والشفافية مما يستوجب مسائلته قانوناً وإبطال التعاملات التي قام بها بناءً على تلك المعلومات والبيانات غير المعلنة وننوه هنا إلى أن علم المطلع بالمعلومات غير المعلنة عند التعامل بالأوراق المالية هو علم مفترض ما لم يثبت العكس أما الشخص المستفيد من الإطلاع فيتعين إثبات علمه لتقوم مسئوليته القانونية .

ننتهي مما تقدم أن مبدأ الشفافية في أي سوق للأوراق المالية لا يمكن أن يتحقق إلا إذا حصل كل المتعاملين في السوق على معلومات متساوية في وقت واحد أو على الأقل تمكينهم من الحصول عليها قبل اتخاذ قرارهم الاستثماري, أما إذا قام أحد المستثمرين باستغلال المعلومات غير المعلنة في التعامل بالأوراق المالية دون أن يكون ذلك معروفاً لدى الطرف الآخر فان سعر البيع

---

(1) الملحم, أحمد, مرجع سابق, ص25.

(2) انظر المادة 140 من قانون الشركات التجاري الكويتي.

أو الشراء يكون على غير أساس سليم, إذ تنقص الطرف الآخـــر المعلومـــات والبيانـــات الحقيقـــة المتعلقة بالأوراق المالية محل التعامل, فلا يتم البيع أو الشراء بالسعر الحقيقي لـــلأوراق الماليـــة, ومؤدى ذلك استفادة أحد الأطراف على حساب الطرف الآخر دون مسوغ مشروع[1] ، ممـــا يعـــد إنتهاكاً لمبادئ الأخلاق والعدالة والمساواة فضلاً عن الإخلال القانوني المعاقب عليه ، هـــذا مـــن ناحية ومن ناحية أخرى فيه تأثير كبير على كفاءة الأداء وفقدان الثقة في سوق الأوراق الماليـــة ، مما يترتب عليه آثار مدمرة على الاقتصاد الوطني بشكل عام .[2]

من أجل ذلك جرم المشرع الأردني والمشرع الكويتي [3]استغلال المعلومات الداخلية قبل إعلانهـــا كممارسة ايجابية تنتهك مبدأ الإفصاح والشفافية ونص على عقوبات في مواجهتها, سنتناولها لاحقـــاً بالتفصيل في مبحث مستقل .

---

(1) بدوي, بلال عبدالمطلب, مرجع سابق, ص 135.

(2) بدوي, بلال عبدالمطلب, مرجع سابق, ص 135.

(3) انظر المادة (108) فقرة أ،ب من قانون الأوراق المالية الأردني رقم 76 لسنـــ2002ـــة, ويقابلها في القانون الكويتي المادة (118) من القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئة أسواق المال.

المطلب الرابع

المضاربات غير المشروعة أو التلاعب بأسعار الأسهم

المضاربة لغة كلمة أصلها من الضرب في الأرض أي السير فيها للسفر أو طلب الرزق أو الجهاد أو التجارة, ويقال ضارب في السوق أي اشترى في الرخص وتربص حتى يرتفع سعر البيع, وقد يهبط السعر فتحدث الخسارة, فالمضاربة عملية من بيع أو شراء يقوم بها أشخاص خبراء بالسوق للانتفاع من فروق الأسعار (1).

أما تعريف المضاربة ونقصد بها المضاربة المشروعة وفقاً لمفهوم سوق الأوراق المالية فقد عرفها أحد الباحثين " بأنها عقد بيع وشراء يتوقف إبرامه على عامل التنبؤ لدى المتعاملين وقدرتهم على التحليل والتصور الصحيح لواقع السوق،إذ أن المضارب هو الذي يتنبأ بارتفاع أو انخفاض أسعار الأوراق المالية ،وعليه يتعامل في السوق بغرض الاستفادة من التذبذب الطبيعي في الأسعار ويجب عليه أن يستند في تنبؤاته إلى معلومات صحيحة وحسابات وتحاليل دقيقة لكي يستفيد شخصياً وفي الوقت نفسه يؤدي خدمة نافعة للسوق" (2).

وعرفها باحث آخر بأنها " عمل يقوم به أشخاص بناءً على تقديرات مسببة، مجتهدين للاستفادة من الفروق الطبيعية في أسعار الأوراق المالية في الزمان أو في المكان والحصول على ربح من ورائها"(3).

والحقيقة أن المضاربة المشروعة ليست مقامرة أو عملية عشوائية وإنما تستند إلى الكثير من المعطيات منها تحليل المعلومات والبيانات الخاصة بالجهة والمفصح عنها وتحليل قوائمها المالية وقراءة نماذج الهندسة المالية لحركة السهم ومراجعة سلوك السهم خلال السنوات السابقة في مختلف الأوقات ومن ثم التنبؤ بسعر السهم في المستقبل, وكذلك يقوم المضاربون عادة بالأخذ بعين الاعتبار الأوضاع الاقتصادية والمالية للدولة والظروف الإقليمية والسياسية والاقتصادية المحيطة.

فالمضاربة مبنية على أساس الدراسة والتمحيص والتدقيق والتحليل قبل الدخول على السهم, والمضاربة المشروعة هي التي تعطي السوق القوة والنشاط وسهولة تداول الأوراق المالية وبدونها تصبح السوق راكدة فهي تعمل من خلال توفيقها بين العرض والطلب على تحقيق التوازن العادل في أسعار الأوراق المالية والحد من جمود صعود الأسعار أو هبوطها, فعندما تنخفض الأسعار يتدخل المضاربون بالشراء مما يحد من استمرار الانخفاض نظراً لازدياد الطلب وكذلك عند

---

(1) مجمع اللغة العربية, المعجم الوسيط, الجزء الأول. الطبعة الثالثة, د.ت, ص557.

(2) شهاب, مجدي محمود. اقتصاديات النقود والمال, دار الجامعة الجديدة للنشر, الإسكندرية, مصر الجديدة سنة2000م ص166.

(3) بدوي, سيد طه, عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية, دار النهضة العربية, القاهرة, طبعة 2001 ص 28،29.

الارتفاع يتدخل المضاربون لجني أرباحهم التي حققوها من الفوارق السعرية للورقة المالية مما يؤدي إلى الحد من ارتفاع أسعارها بسبب زيادة العرض مما يجعل السوق أكثر جاذبية لدخول عدد أكبر من المتعاملين مما يعود بالنفع على سوق الأوراق المالية ويساهم في استقرارها وازدهارها[1].

أما المضاربة غير المشروعة فهي التي تهدد استقرار السوق وتؤدي إلى انهياره وتزعزع ثقة المتعاملين .

أما المضاربة غير المشروعة فهي التي يتحول فيها المضارب من التنبؤ بالأسعار في المستقبل بناءً على المعطيات التي درسها إلى تحديد الأسعار بتدخله بأساليب غير مشروعة لرفع سعر السهم إلى الأعلى ثم التخلص من الكمية التي بحوزته على من توهم جودة السهم بسبب الزخم الذي رافق ارتفاعه نتيجة هذه الحيل ، فيجني المتلاعب من ذلك أرباحاً طائلة ،أو يستخدم هذه الأساليب لخفض سعر الورقة المالية ونتيجة استخدام هذه الحيل يتوهم بعض مالكي هذه الورقة أن التخلص منها أفضل من الاحتفاظ بها في الفترة الحالية ، ويحجم المتداولين الآخرين من شراءها خوفاً من استمرار نزولها حتى وصول السعر إلى نقطة معينة ، يدخل عندها المتلاعب على السهم ويجمع كمية من هذا السهم بأقل من قيمتها الحقيقية ، فيحقق أيضاً أرباحاً طائلة فهذا النوع من المضاربة هو الذي يهدد استقرار السوق ويؤدي إلى انهياره ويزعزع ثقة المتعاملين فيه ، لأن أساليب المضاربة غير المشروعة كلها تعتمد على طريقة الضغط على السهم بكميات تداول عالية أو بعرض كميات كبيرة أو بتعجيل طلبات كبيرة حسب رغبة المتلاعب لدفع السهم نحو الارتفاع أو الانخفاض مما يؤدي إلى ارتفاع معدل دوران السهم بشكل كبير يصبح معه السهم وكأنه كرة نار الكل يرميها على الآخر, حيث أن قصر متوسط فترة الاحتفاظ بالسهم تعد من مسببات طفرة التداول الأمر الذي ينتهي بانهيار السهم أو حتى السوق بأكمله.

والحقيقة أن التشريعات المنظمة للأسواق المالية لم تضع تعريفاً محدداً للمضاربة غير المشروعة وإنما اكتفت بذكر عدد من الصور لهذا النوع من المضاربة على سبيل المثال لا الحصر لأن أساليب وألاعيب المتلاعبين لا يمكن حصرها ولا يمكن تصور ما قد يتفتق عن أذهانهم من طرق وأساليب جديدة للمضاربة غير المشروعة وسنذكر أبرز صور المضاربات غير المشروعة فيما يلي:

---

(1) المصاروة, سيف ابراهيم, تداول الأوراق المالية الحماية الجزائية, دراسة مقارنة الطبعة الأولى 2012 دار الثقافة للنشر والتوزيع عمان ص292

1. الضغط على الورقة المالية لدفعها نحو الانخفاض عن طريق بيع كميات ضخمة منها مما يخلق نوع من الخوف والهلع لدى حملة هذه الورقة فيبادر الكثير منهم للتخلص منها وعند وصـولها لـسعر معين يحدده المتلاعب أو المتلاعبين يقومون بالدخول على السهم وشراء كميات تـوازي أو تزيـد على الكميات التي باعوها بالسعر الأعلى ثم ينطلقوا بالسهم إلى الأعلى لمستويات سعرية مقاربة أو تزيد على السعر القديم محققين بذلك أرباحاً طائلة على حساب المتداولين البسطاء الـذين تخلـصوا من أسهمهم أثناء رحلة الهبوط المرعبة.
2. التداول الوهمي, وهي أن يتفق مجموعة من المتلاعبين فيقوموا بعمليات بيع وشراء صوري تبادلي بينهم على ورقة مالية معينة مما يخلق حالة نشاط غير عادية على السهم فيتوهم المتداولين البسطاء أن هذا السهم مقبل على إرتفاع وعند دخولهم المصيدة وتحقيق بعض الارتفاعات نتيجة هذا النشاط يقوم المتلاعبين ببيع كمياتهم والتخلص من السهم محققين أرباحاً طائلة علـى حـساب المتـداولين الآخرين الذين لا زالوا بالمصيدة(1).
3. الشراء بقصد الاحتكار بأن يقوم أحد المتلاعبين أو مجموعة منهم بشراء كميات ضخمة من الكميات المعروضة قاصداً تحقيق نوع من الاحتكار على هذه الورقة بشكل يمكنـه مـن الـسيطرة عليهـا والتحكم في سعرها والتحليق بها عالياً لقلة المعروض منها ثم يبدأ رحلة التـصريف أي تـصريف الكميات التي لديه بشكل بطئ حتى يتخلص منها محققاً بذلك أرباحاً طائلة(2).
4. عندما يريد بعض المتلاعبين التخلص من كميات كبيرة لورقة مالية بحوزتهم يقومون عادة بإدخـال أوامر وهمية بطلب كميات ضخمة من هذه الورقة دون نية لتنفيذها فيتوهم المتداولين الآخـرين أن نشاط محموماً على وشك البدء على هذه الورقة فيقومون بشرائها أو طلبها بـنفس الـسعر الـذي يطلبها به المتلاعبين, عند هذه اللحظة وبشكل مفاجئ تختفي أوامر المتلاعبين عن طريق إلغاءهـا ويقومون بإلقاء كمياتهم على أوامر الطلبات الحقيقية للمتداولين البسطاء المخـدوعين الـذين بقـوا وحيدين في ساحة المعركة.
5. أن يقوم متلاعب أو أكثر بطرح صندوق استثماري للاكتتاب العـام أو الـسيطرة علـى صـندوق استثماري قائم بتملك جزء منه ثم يقوم هذا المتلاعب أو المتلاعبين بشراء وتجميع كميات ضـخمة من أسهم شركات خاسرة أو ورقية عادة ما تكون شركات صغيرة ثم ينطلقون بهذه الأسـهم لقمـم سعرية عالية جداً لم تصلها من قبل ولا تمثل القيمة العادلة أو الحقيقية لـسعر الورقـة الماليـة ولا يمكن أن يشتريها أي مستثمر حصيف بهذه الأسعار ، ثم يقوم هؤلاء المتلاعبين بتوجيه الـصندوق

---

(1) انظر المادة (1/3) من تعليمات معايير السلوك المهني الخاصة بأعضاء بورصة عمان التي جرمتها.

(2) هندي, منير إبراهيم, الأوراق وأسواق رأس المال, منشأة المعارف بالإسكندرية،مصر, طبعة سنة1993 ص175إلى 177.

أو الصناديق الاستثمارية التي يسيطرون عليها للشراء في هذه الأسهم ، وبالتـالي يـتم تـصريف كمياتهم من هذه الأسهم ببطئ عليها مما يلحق خسائر فادحة بها قد تصل إلـى تـصفيتها وتتبخـر أموال المستثمرين فيها ، مما يؤدي إلى نزع الثقة من الصناديق الاستثمارية التي تعتبر أحـد أهـم الأدوات المالية الاستثمارية الجاذبة في سوق الأوراق المالية .

وبعد أن استعرضنا أهم صور المضاربات غير المشروعة والتلاعب بالأسـعار يتبـين لنـا وبجلاء مدى الظلم والإجحاف الذي يقع على المتداولين البسطاء وتبديد ثرواتهم ومـدخراتهم ممـا يكون له أبلغ الأثر على كفاءة سوق المال بشكل ينزع الثقة منه ويهدد استقراره ناهيك عن الآثـار المدمرة التي تنعكس على الوضع الاقتصادي والاجتماعي للدولة.

من أجل ذلك جرم المشرع الكويتي في القانون رقم 7 لسنة 2010 بشأن إنشاء هيئات أسواق المال ولائحته التنفيذية وكذلك فعل المشرع الأردني في قانون الأوراق المالية رقم 76 لـسنة 2002 والتعليمات والأنظمة ذات الصلة والتي سنتناولها بالتفصيل في المبحث القادم هذه الصور جميعاً ما عدا الصورة الخامسة لذلك سنعرض لكيفية معالجتها في النتائج والتوصيات .

المبحث الرابع

المسئولية المترتبة على مخالفة الالتزام بالإفصاح والشفافية

تمهيد:

رأينا أن الممارسات الايجابية أو السلبية المخلة بمبدا الافصاح والشفافية كيف تهدد استقرار السوق المالي وتخلق ازمة ثقة لدى المتعاملين لشعورهم بالظلم والغبن وعدم المساواة بالحصول على المعلومات وسهولة تضليلهم بمعلومات وبيانات غير صحيحة لذلك تصدر المشرع الأردني والكويتي بتجريم صور الاخلال وجعلها جريمة يعاقب عليها القانون بشدة كي يردع المتلاعبين ويحقق العدالة والمساواة بين المستثمرين في السوق فيحافظ على استقرارها وازدهارها ويرفع من كفاءتها الفنية.

وبالاضافة للمسؤولية الجزائية عن الاخلاف والافصاح بالشفافية هناك المسئولية المدنية التي هي في أساسها مسئولية شخصية على القائمين على تنفيذ قواعد الإفصاح والشفافية السابق الإشارة إليها ومن ثم يجب أن تقام دعوى التعويض مباشرة ضد المخاطبين بقوانين الإفصاح بإثبات مخالفة القانون والضرر المترتب على ذلك والمطالبة بالتعويض المناسب. فضلا على المسئولية التأديبية والتجارية وغيرها من المسئوليات التي سنعرض لها تفصيلا من خلال المطالب التالية:

المطلب الأول

المسئولية الجزائية على مخالفة الالتزام بالإفصاح والشفافية

نص المشرع الأردني والكويتي على مجموعة جزاءات تتباين بين الحبس والغرامة وبين الجنح والمخالفات, وسنعرض لها من عقوبات الحبس ثم الغرامات حسب الإخلال المنصوص عليه في القانون الأردني والكويتي.

أولا: عقوبة الحبس عن الإخلال بالإفصاح والشفافية:

أ: الوضع في القانون الأردني

عقوبة الحبس الوجوبي بما لا يزيد عن ثلاث سنوات عن الإخلال بالإفصاح في قانون الأوراق المالية الأردني:

نص المشرع الأردني على عقوبة الحبس الذي لا يزيد عن ثلاث سنوات في حالة مخالفة نص المادة 63 من القانون 76 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني وعلى مخالفة الفقرتين أ, ب من المادة 108 من القانون والمادة 109 من ذات القانون ومن ثم فإن قيام أي شخص بأي مخالفة مما يلي يوقع عليه عقوبة الحبس ثلاث سنوات في القانون الأردني:

1- "تداول أوراق مالية أو حمل الغير على تداولها بناء على معلومات داخلية" (1).

2- "استغلال معلومات داخلية أو سرية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية له أو لغيره، بما في ذلك أعضاء مجلس إدارة السوق والمركز وموظفو كل منهما" (2).

3- "بث الشائعات أو ترويجها أو إعطاء معلومات أو بيانات أو تصريحات مضللة أو غير صحيحة قد تؤثر على سعر أي ورقة مالية أو على سمعة أي جهة مصدرة" (3).

4- "التأثير على المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية، سواء منفرداً أو بالتواطؤ مع غيره، بقصد أعطاء صورة غير صحيحة عن سعر أي ورقة مالية أو حجم تداولها أو عن سعر أو حجم تداول أي أوراق مالية أخرى ذات علاقة" (4).

عقوبة الحبس الوجوبي بما لا يزيد عن سنة عن الإخلال بالإفصاح في قانون الأوراق المالية الأردني:

نص المشرع الأردني على عقوبة الحبس التي لا تجاوز سنة في حالة مخالفة أحكام البند (1) من الفقرة (أ) مـن المـادة (34) والفقرة (د) من المادة (42) والفقرتين (أ) و (ب) من المادة (47) من

---

(1) المادة 108/أ من القانون 76 لسنة 2002 بشأن الأوراق المالية الأردني

(2) المادة 108/ب من القانون 76 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني

(3) المادة 1/109 من القانون 76 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني

(4) راجع نص المادة 2/109, 110 من القانون 76 لسنة 2002 الأردني

القانون 67 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني. ومن ثم فإن المخالفات التالية هي المعاقب عليها بالحبس الذي لا يجاوز سنة.

1. "لا يجوز لأي شخص أن يقوم بأي عرض عام إلا إذا تقدم بنشرة إصدار إلى الهيئة ومرفق بها جميع المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من اتخاذ قراره الاستثماري"(1).
2. "بيع أوراق مالية من خلال عرض عام بدون نشرة إصدار نافذة المفعول"(2).
3. "يحظر على أي شخص مزاولة أعمال أي من الأشخاص المبينين أدناه إلا بعد الحصول على ترخيص من المجلس وفقا للتعليمات الصادرة عنه"(3):

الوسيط المالي- الوسيط لحسابه- أمين الاستثمار - مدير الاستثمار-المستشار المالي- مدير إصدار - شركة الخدمات المالية- الحافظ الأمين- أي أعمال أخرى تتعلق بالأوراق المالية يقررها المجلس.

4. يحظر على أي شخص طبيعي أن يكون معتمدا لأي من الجهات المذكورة ، إلا بعد اعتماده لدى الهيئة(4).

<u>مع مراعاة الآتي:</u>

1- "للمحكمة المختصة أن لا تحكم بعقوبة الحبس إذا كانت المخالفة للمرة الأولى أو إذا أودع المخالف لصندوق المحكمة او للهيئة مبلغا كافيا لدفع قيمة الغرامات التي قد يحكم بها، شريطة دفعها قبل اكتساب الحكم الدرجة القطعية"(5).

2- "يعاقب الشريك والمتدخل والمحرض بالعقوبة ذاتها"(6).

3- "يعتبر أعضاء مجالس الإدارة وأعضاء هيئة المديرين والشركاء المتضامنون والموظفون المعينون لدى الشخص الاعتباري المخالف مسئولين عن المخالفة ما لم يثبت عدم علمهم بارتكابها"(7).

4- "يكون المحكوم عليه بأي مخالفة سواء كان ذلك عن قصد أو تقصير أو إهمال مسئولا عن تعويض أي شخص تضرر جراء المخالفة بمقدار الخسارة التي تكبدها او الربح الذي فاته"(8).

---

(1) المادة 34/أ/1 من القانون 76 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني.
(2) المادة 24/د من القانون 76 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني..
(3) المادة 47/أ من القانون 76 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني.
(4) المادة 47/ب من القانون 76 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني
(5) المادة 110 /ج من القانون 76 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني.
(6) المادة 110 /د من القانون 76 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني
(7) المادة 110 /ه من القانون 76 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني.
(8) المادة 110/و من القانون 76 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني.

5- للمحكمة المختصة إلقاء الحجز على موجودات أي شخص يحاكم لديها ضمانا لسداد الغرامات والتعويضات التي قد يحكم بها ولها أن تعين قيما على هذه الموجودات [1].

ب: الوضع في القانون الكويتي:

* عقوبة الحبس الجوازي الحبس (5) خمس سنوات و/أو الغرامة عن الإخلال بالإفصاح عن المعلومات في قانون أسواق المال الكويتي:

عاقب المشرع الكويتي بعقوبة "الحبس مدة لا تتجاوز خمس سنوات و بالغرامة التي لا تقل عن قيمة المنفعة المحققة أو الخسائر التي تم تجنبها أو مبلغ عشرة آلاف دينار أيهما أعلى ولا تتجاوز ثلاث أضعاف قيمة المنفعة المحققة أو الخسائر التي تم تجنبها أو مبلغ مائة ألف دينار أيهما أعلى أو بإحدى هاتين العقوبتين: - كل مطلع انتفع أو استغل معلومات داخلية عن طريق شراء أو بيع الأوراق المالية أو الكشف عن المعلومات الداخلية أو إعطاء مشورة على أساس المعلومات الداخلية لشخص آخر غير مطلع. ويعتبر الشخص الذي يتداول بالأوراق المالية أثناء حيازته للمعلومات الداخلية منتفعا بها إذا كان الشخص على علم بها عندما قام بالبيع أو الشراء إلا إذا استطاع إثبات أنه لم يتداول بناء على تلك المعلومات" [2].

وعاقب المشرع الكويتي كذلك بعقوبة "الحبس مدة لا تجاوز خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن عشرة آلاف دينار ولا تتجاوز مائة ألف دينار أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من:

1- تصرف تصرفا ينطوي على خلق مظهر أو إيحاء زائف أو مضلل بشأن التداول الفعلي لورقة مالية أو لسوق الأوراق المالية عن طريق :

أ- الدخول في صفقة بشكل لا يؤدي إلى تغيير فعلي في ملكية الورقة المالية .

ب- إدخال أمر شراء أو بيع ورقة مالية وهو على علم بأن أمرا مقاربا من حيث الحجم والسعر وزمن البيع أو الشراء لتلك الورقة المالية قد تم أو سيتم إصداره من قبل نفس الشخص أو أشخاص يعملون باتفاق مع ذلك الشخص.

2- كل من أبرم صفقة أو أكثر في ورقة مالية من شأنها.

أ- رفع سعر تلك الورقة المالية لنفس المصدر بهدف حث الآخرين على شرائها .

ب- تخفيض سعر تلك الورقة المالية لنفس المصدر بهدف حث الآخرين على بيعها .

ج- خلق تداول فعلي أو وهمي بهدف حث الآخرين على الشراء أو البيع" [3] .

---

(1) المادة 110 /ز من القانون 76 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني.

(2) المادة 118 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(3) المادة 122 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

"وعاقب المشرع الكويتي كذلك بعقوبة الحبس خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن مبلغ خمسة آلاف دينار ولا تجاوز مبلغ خمسين ألف دينار أو بإحدى هاتين العقوبتين كل شخص ثبت أن لديه مصلحة غير معلنه شجع أو أوصى بشكل علني على شراء أو بيع ورقة مالية معينة وتعني المصلحة غير المعلنة أي عمولة خفيه أو عائد مادي أو هبه أو هديه من مصدر أو وسيط أو متداول أو مستشار أو وكيل اكتتاب لها علاقة بالورقة المالية" [1].

* عقوبة الحبس الجوازي (الحبس (1) سنة و/أو الغرامة) عن الإخلال بالإفصاح عن المعلومات في قانون أسواق المال الكويتي:

فرض المشرع الكويتي عقوبة "الحبس مدة لا تتجاوز سنة وبغرامة لا تقل عن ثلاثة آلاف دينار ولا تتجاوز عشرة آلاف دينار أو بإحدى هاتين العقوبتين كل من يخضع لأحكام هذا القانون وأفشى سرا اتصل بعلمه بحكم طبيعة عمله أو وظيفته أو منصبه، وتكون العقوبة الحبس مدة لا تتجاوز ثلاث سنوات وبالغرامة التي لا تقل عن عشرة آلاف دينار ولا تتجاوز مائة ألف دينار أو بإحدى هاتين العقوبتين إذا ثبت انه حصل بأي شكل من الأشكال على منفعة أو مصلحة أو مقابل لنفسه أو لغيره مقابل إفشاء السر أو المعلومة أو الخبر" [2]

ثانياً: عقوبة الغرامة عن مخالفة الإفصاح والشفافية

أ. عقوبة الغرامة في القانون الأردني عن مخالفة الإفصاح والشفافية:

نص المشرع الأردني في قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 على "معاقبة كل من يخالف أيا من أحكام هذا القانون أو الأنظمة أو التعليمات أو القرارات الصادرة بمقتضاه بغرامة لا تزيد على مائة ألف دينار بالإضافة إلى غرامة لا تقل عن ضعف الربح الذي حققه او ضعف الخسارة التي تجنبها على أن لا تزيد على خمسة أضعاف ذلك الربح أو الخسارة" [3].

وقد عدد المشرع الأردني مخالفات قانون الأوراق المالية كالتالي:

أ- تقديم بيانات غير صحيحة أو مضللة في أي من الوثائق التي يتم تقديمها إلى الهيئة.

ب- عرض أوراق مالية أو بيعها بناء على بيانات غير صحيحة أو مضللة بشأن:

1.الحقوق والميزات التي تمنحها الأوراق المالية التي تم عرضها أو بيعها.

2.طبيعة الأعمال التي يمارسها المصدر او مدى نجاح تلك الأعمال أو الأوضاع المالية للمصدر أو التوقعات المستقبلية له.

---

(1) المادة 124 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(2) المادة 119 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(3) راجع المادة 110/أ من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 الأردني.

ج- تصديق مدقق الحسابات أو المحاسب على بيانات مالية غير صحيحة أو مضللة أو مخالفة للمعايير المحاسبية المعتمدة ومعايير التدقيق المعتمدة، ويكون كل منهما، حسب مقتضى الحال، مسئولا عن تعويض أي شخص تلحق به خسارة مالية نتيجة لذلك.

د- أي خداع أو تضليل يتعلق بالأوراق المالية أو أي ممارسة محظورة فيما يتعلق بالأعمال المرخصة وفقا لأحكام هذا القانون(1).

كما ويعتبر مخالفة لأحكام هذا القانون قيام أي شخص بأي مما يلي:

أ- تداول أوراق مالية أو حمل الغير على تداولها بناء على معلومات داخلية.

ب- استغلال معلومات داخلية أو سرية لتحقيق مكاسب مادية أو معنوية له أو لغيره، بما في ذلك أعضاء مجلس إدارة السوق والمركز وموظفو كل منهما.

ج- إفشاء المعلومات الداخلية لغير مرجعه المختص أو القضاء (2).

ب.عقوبة الغرامة في القانون الكويتي في مخالفة الإفصاح والشفافية:

- فرض المشرع الكويتي عقوبة "الغرامة التي لا تقل عن عشرة آلاف دينار ولا تجاوز مائة ألف دينار على كل من أغفل أو حجب أو منع معلومة جوهرية أوجب القانون أو اللائحة الإدلاء بها أو الإفصاح عنها للهيئة والبورصة بشأن شراء أو بيع ورقة مالية أو بشأن توصية لشراء أو بيع ورقة مالية" (3).

- فرض المشرع الكويتي كذلك عقوبة "الغرامة التي لا تقل عن ألف دينار ولا تجاوز مائة ألف دينار كل من خالف أي من أحكام الفصل العاشر في شأن الإفصاح عن المصالح" (4) .

- فرض المشرع الكويتي كذلك عقوبة "الغرامة التي لا تقل عن خمسة آلاف دينار ولا تجاوز مائة ألف دينار أو 20% من قيمة الأسهم المخالفة وقت وقوع المخالفة أيهما أعلى كل من خالف أي نص وارد في الفصل السابع من هذا القانون في شأن الاستحواذ وحماية حقوق الأقلية" (5).

- فرض المشرع الكويتي كذلك عقوبة "الغرامة التي لا تقل عن خمسة آلاف دينار ولا تتجاوز خمسين ألف دينار على :

1) كل من زاول نشاطا أو مهنة معينة دون الحصول على التراخيص من الهيئة وفقا لأحكام هذا القانون.

---

(1) المادة 107 من القانون 76 لسنة 2002 بشان الأوراق المالية الأردني.

(2) المادة 108 من القانون 67 لسنة 2002 بشأن قانون الأوراق المالية الأردني

(3) المادة 120 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(4) المادة 121 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(5) المادة 123 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي

2) كل من قام بأي طرح عام أو أي معاملة أخرى بالمخالفة لأحكام هذا القانون أو لائحته التنفيذية.
3) كل من امتنع أو تأخر عمداً عن تقديم أي تقرير دوري أو مستند إلى الهيئة يوجب هذا القانون تقديمه.

كما يجوز أيضا الحكم بحرمانه لفترة مؤقتة من مزاولة أي نشاط قام بمزاولته دون ترخيص أو حرمانه من الدخول في أي معاملة أو صفقة يتطلب القانون تسجيلها". (1)

- فرض المشرع الكويتي كذلك عقوبة "الغرامة التي لا تقل عن خمسة آلاف دينار ولا تجاوز خمسين ألف دينار كل من ارتكب فعلا من شأنه إعاقة تحقيقات أو أي نشاط رقابي للهيئة أو لموظفيها, وتعد الأفعال التالية من الأفعال المعيقة لعمل الهيئة :

1- عدم تمكين موظفي الهيئة من الاطلاع عل أي بيانات أو معلومات ترى الهيئة أهمية الاطلاع عليها

2-عدم الالتزام بأي قرار نهائي صادر عن مجلس التأديب في الهيئة" (2).

الحكم بعقوبة تبعية وتكميلية في القانون 7 لسنة 2010 الكويتي في حالة مخالفة الالتزام بالإفصاح والشفافية:

فرض المشرع الكويتي عقوبة تبعية في جميع الأحوال على الجاني فضلاً عن "العقوبة الأصلية برد قيمة المنفعة المالية التي حققها أو قيمة الخسائر التي تم تجنبها نتيجة ارتكابه فعلاً مخالفاً لأحكام هذا القانون" (3).

وفرض المشرع الكويتي عقوبة تكميلية حيث أجاز "للمحكمة إصدار أمر ضد كل من ثبتت إدانته بأي من الجرائم المنصوص عليها في هذا القانون بحرمانه حرمانا مؤقتا أو دائماً من العمل كعضو مجلس إدارة أو عضو منتدب أو مدير تنفيذي في شركة مساهمة أو ممارسة مهنته أو أي مهنة مشابهة. ويكون الحرمان وجوبياً في حال العود" (4).

جواز التخفيف وإيقاف التنفيذ في العقوبة في القانون الكويتي:

"يجوز لمحكمة سوق المال النزول بالحد الأدنى لعقوبة الحبس التي يقضى بهـــا فـــي الجـــرائم المنصوص عليها في هذا الشأن, دون التقيد بحكم الفقرة الثانية من المادة 83 من قانون الجزاء" (5).

(1) المادة 126 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي
(2) المادة 127 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي
(3) المادة 128 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(4) المادة 129 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(5) المادة 1/130 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

"كما يجوز لها أن تأمر بوقف تنفيذ الحكم في الأحوال المنصوص عليها في المادة 82 من قانون الجزاء أياً كانت العقوبة المقضي بها" [1]

وبعد أن استعرضنا موقف كل من المشرع الأردني والمشرع الكويتي في تصديهما لصور الاخلال بمبدا الافصاح والشفافية من خلال المسوؤلية الجزائية نجد أن العقوبات التي نص عليها المشرع الأردني وأن كان ظاهرها التشدد إلا أن باطنها الرحمة حيث أنه لم يجعل الحبس وجوبياً وإنما جوازياً واوجد بعض النوافذ التي يستطيع الجاني أن يتسلل منها مهما كان حجم اخلاله بمبدا الافصاح والشفافية سواء بالصلح أو بوقف التنفيذ أو بتخفيف العقوبة أو بالغرامة مما يقلل من قوة القانون الردعية والعقابية، ويجرئ ضعاف النفوس والمتلاعبين على خرق مبدا الافصاح والشفافية ونحن نتمنى على المشرع الكويتي أن يحذو حذو المشرع الأردني الذي جعل الحبس وجوبياً في بعض صور الاخلال والذي وفق في ذلك فحقق الردع المطلوب وقلل من المخالفات والتجاوزات.

المطلب الثاني

المسئولية المدنية والإدارية عن الإخلال بالإفصاح والشفافية

أولاً: المسئولية المدنية عن الإخلال بالإفصاح والشفافية

أ: المسئولية المدنية عن الإخلال بالإفصاح والشفافية في القانون الأردني:

نص المشرع الأردني على أحقية أي شخص في المطالبة بالتعويض عن مخالفة واجب الإفصاح والشفافية إذا ترتب عليه التعرض لأضرار مالية أيا كان نوعها نتيجة عدم صحة أو دقة أو كفاية الإفصاح الوارد في نشرة الإصدار أو مرفقاتها أو التقارير الواجب تقديمها إلى الهيئة وفق أحكام هذا القانون شريطة أن يثبت ما يلي:

إن نشرة الإصدار أو مرفقاتها أو التقرير لم تتضمن معلومات جوهرية وضرورية له لاتخاذ القرار المناسب بشأن بيع أو شراء أو الاحتفاظ بأوراق مالية ، وإن نشرة الإصدار أو مرفقاتها أو التقرير تضمن بيانات غير صحيحة أو مضللة كان لها اثر على قرار البيع أو الشراء أو الاحتفاظ بالأوراق المالية. ويجب على المتضرر إقامة دعواه أمام المحكمة المختصة خلال مدة لا تزيد على سنتين من تاريخ البيع، في حال نجمت الأضرار عن بيع أوراق مالية نفاذ نشرة الإصدار، أو تاريخ تقديم التقرير أو التاريخ الذي كان ينبغي تقديمه فيه، وذلك حسب مقتضى الحال[2].

---

(1) المادة 2/130 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(2) المادة (111/ب من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 الأردني.

ب: المسئولية المدنية عن الإخلال بالإفصاح والشفافية في القانون الكويتي:

ترك المشرع الكويتي المسئولية المدنية للقواعد العامة في المسئولية المدنية التي تشترط حدوث خطأ وضرر وعلاقة سببية بينهماوالخطأ هنا سيتحدد حسبما يسفر عنه التحقيق الجزائي أو الإداري أو التأديبي ومن ثم فإن المضرور عليه أن ينتظر الفصل في القضايا الجزائية (في حالة وجود قضية جزائية ضد المسئول عن الإفصاح) ثم الادعاء المدني بناء على ما يسفر عنه الحكم الجزائي والذي سيكون له القول الفصل في ثبوت الخطأ. أما إذا كان الأمر غير مطروح على المحكمة الجزائية فله أن يدعي مدنياً فوراً دون انتظار حتى ولو كان الأمر متداول في تحقيقات إدارية أو تأديبية فهي لا توقف ولا تعطل ثبوت الخطأ أمام القضاء المدني الذي له أن يجري تحقيقاً ويثبت خطأ الشخص المسئول عن الإخلال بالإفصاح والشفافية، ويكفي للمضرور أن يثبت أمام المحكمة أن المسئول عن واجب الإفصاح قد أخل بالتزامه بالإفصاح عن المعلومات السابق عرضها تفصيلاً, ويثبت الضرر المترتب على هذا الإخلال والكسب الفائت عليه من جراء ذلك الإخلال وطلب التعويض عن ذلك.

ثانياً: المسئولية الإدارية والتأديبية عن الإخلال بالإفصاح والشفافية:

تعرض المشرع الأردني والكويتي للجزاءات الإدارية والتأديبية للمختصين في البورصة أو هيئة سوق المال المخاطبين ببعض الالتزامات بالإفصاح والشفافية على النحو المشار إليه سلفاً.

أ : الجزاءات الإدارية عن مخالفة الالتزام بالإفصاح في القانون الأردني رقم 76 لسنة 2002:

نص المشرع الأردني في قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 على عقوبات إدارية تتمثل في تقييد الترخيص أو الاعتماد الممنوح حيث يحق للمجلس تقييد الترخيص او الاعتماد الممنوح وفق أحكام هذا القانون أو تعليق أو إلغاء أي منهما في أي من الحالات التالية:

1- "مخالفة المرخص له أو المعتمد لأي من أحكام هذا القانون أو الأنظمة أو التعليمات أو القرارات الصادرة بمقتضاه.

2- إذا ثبت للهيئة بأن أيا منهما قد ارتكب خداعا أو احتيالا.

3- إدانة أي منهما أمام المحكمة المختصة بارتكاب خداع أو احتيال في أي من المعاملات المتعلقة بالأوراق المالية" [1].

الجزاءات الإدارية عن مخالفة الالتزام بالإفصاح في القانون الكويتي 7 لسنة 2010.

"لا يحول تقديم البلاغ ومباشرة النيابة العامة التحقيق وإقامة الدعوى الجزائية دون حق الهيئة في مباشرة المساءلة التأديبية ويجوز للمجلس التأديبي أن يرجئ البت في المساءلة التأديبية حتى يتم الفصل في الدعوى الجزائية ، وفي جميع الأحوال يكون الحكم الجزائي ملزما للكافة" [2]

(1) المادة 112 من قانون الأوراق المالية رقم 76 لسنة 2002 الأردني.

(2) المادة 138 من القانون 7 لسنة 2010الكويتي.

"وتعد مخالفة ، كل فعل يخالف أحكام هذا القانون أو أي نظام أو لائحة أو قرار أو تعليمات صادرة عن الهيئة"[1].

"وينشأ مجلس تأديب أو أكثر في الهيئة يشكل من ثلاثة أعضاء برئاسة قاض يندبه مجلس القضاء الأعلى وعضوين من ذوي الخبرة في الشئون المالية والاقتصادية والقانونية ، وتكون مدة العضوية في مجلس التأديب ثلاث سنوات قابلة للتجديد, ويتولى المجلس النظر في الأمور الآتية :

(1)الفصل في المساءلة التأديبية المحالة إليه والمرفوعة من الهيئة والمتعلقة بمخالفة أحكام هذا القانون أو اللائحة أو أي قرارات أو تعليمات صادرة بموجب .

(2) الفصل في التظلمات المرفوعة عن قرارات البورصة ولجنة النظر في المخالفات فيها ، ويعتبر مجلس التأديب في الهيئة عند نظر التظلمات في قرارات تلك اللجنة بمثابة هيئة استئنافية ويكون فصله فيها نهائيا ، وتحدد اللائحة التنفيذية نظام وقواعد وإجراءات عمل مجلس التأديب وكيفية إصدار قراراته وإعلانها لذوي الشأن"[2].

"ويحظر على أي عضو في مجلس التأديب أثناء توليه مهام عمله أن تكون له أي مصلحة سواء بشكل مباشر أو غير مباشر مع أي جهة خاضعة لأحكام هذا القانون أو يكون حليفا لها" [3]

"وتتولى الإدارة القانونية بالهيئة مهمة التحقيق الإداري في المخالفات الواردة في هذا القانون ولائحته والمحالة إليها من الهيئة وللمحقق وبهدف ممارسة مهمة التحقيق وأداء عمله الصلاحيات التالية:

1-حق طلب أي بيانات أو مستندات أو وثائق من أي جهة حكومية أو جهة ذات شأن بنشاط الهيئة 2- حق سماع شهادة الشهود 3 -استدعاء أو طلب حضور كل من يرى ضرورة سماع أقواله. 4 - حق الانتقال ومراجعة أي سجل أو بيانات لدى أي جهة حكومية أو جهة ذات شأن بنشاط الهيئة"[4]

"وإذا ما أظهرت التحقيقات وجود أدلة على إتيان المخالفة جاز للهيئة إحالة المخالف إلى مجلس التأديب وفق القواعد والإجراءات التي تحددها اللائحة التنفيذية, ويجوز للهيئة التنبيه على المخالف بالتوقف عن ارتكاب المخالفة مع التعهد بعدم تكرارها مستقبلا" [5].

---

(1) المادة 139 من القانون 7 لسنة 2010الكويتي.

(2) المادة 140 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(3) المادة 141 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(4) المادة 142 من القانون 7 لسنة 2010الكويتي.

(5) المادة 143 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

"ولأي شخص يتم التحقيق معه أو يمثل أمام مجلس التأديب الحق الكامل في الدفاع عن نفسه, وله أن يوكل محام للدفاع عنه"[1] ، "ويتعين إعلان المشكو في حقه بالوقائع المنسوبة إليه وأسانيدها وموعد جلسة التحقيق معه وذلك قبل سبعة أيام عمل على الأقل من تاريخ وساعة التحقيق المحدد, على أن تحدد اللائحة التنفيذية طريقة ومواعيد الإعلان وإجراءاتها" [2].

نص المشرع الكويتي على مجموعة من الجزاءات الإدارية على كل من يثبت معه التحقيق الإداري أنه ارتكب مخالفة للالتزام بالإفصاح والشفافية, حيث أعطى المشرع الكويتي "لمجلس التأديب بعد التحقق من المخالفة أن يوقع أي من الجزاءات التالية:

1-التنبيه على المخالف بالتوقف عن ارتكاب المخالفة. 2- -الإنذار. 3- -إخضاع المخالف لمزيد من الرقابة. 4--إلزام المخالف بإعادة اجتياز الاختبارات التأهيلية. 5 -الوقف عن العمل أو مزاولة المهنة لمدة لا تجاوز سنة. 6 -الوقف عن مزاولة العمل أو المهنة بشكل نهائي. 7 -وقف الترخيص لمدة لا تجاوز ستة أشهر 8 -إلغاء الترخيص 9 -فرض قيود على نشاط أو أنشطة المخالف وتحدد اللائحة التنفيذية هذه القيود. 10 -إلغاء المعاملات ذات العلاقة بالمخالفة وما ترتب عليها من آثار مع عدم الإضرار بحقوق الغير حسن النية 11 -إلغاء أي تصويت من صاحبه أو توكيل أو تفويض يتم الحصول عليه وذلك بالمخالفة لأحكام هذا القانون 12 -طلب إيقاف أو إلغاء أي عرض استحواذ أو صفقات شراء خارج نطاق عرض الاستحواذ وذلك بالمخالفة لأحكام الفصل السابع من القانون رقم 7 لسنة 2010 أو أي نص يتصل به في اللائحة التنفيذية 13 -حظر ممارسة حق التصويت لمدة لا تزيد عن ثلاث سنوات لمساهم امتنع عن تقديم أي بيان أو قدم بيانا ناقصا أو مخالفاً للحقيقة وذلك بالمخالفة لأحكام هذا القانون أو اللوائح الصادرة بموجبه. 14 -إصدار أمر لكل شخص أو مجموعة حصلت على ملكية تتعدى 30% من قيمة الأوراق المالية المتداولة لشركة مدرجة يلزمه بتقديم عرض بالشراء لكافة الأسهم المتداولة المتبقية وإحالته للمحكمة المختصة في حالة عدم الالتزام 15 - تعليق نفاذ نشرة سارية طبقاً لأحكام هذا القانون 16 -وقف تداول ورقة مالية لفترة محدودة, أو تعليق أو إلغاء قرار إدراج ورقة مالية قبل نفاذه 17 -عزل مدير أو أمين استثمار نظام جماعي فشل في تنفيذ المسؤوليات المنصوص عليها في هذا القانون أو اللائحة"[3].

"ويجوز لكل من صدر بحقه جزاء من الجزاءات آنفاً والمنصوص عليها في القانون رقم 7 لسنة 2010 التظلم منه كتابة لدى الهيئة خلال خمسة عشر يوما من تاريخ إخطاره كتابة

(1) المادة 144 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(2) المادة 145 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(3) المادة 146 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

بالقرار, ويعتبر قرار الهيئة برفض التظلم نهائيا ويجوز الطعن فيه أمام المحكمة المختصة ويعتبر عدم الرد على التظلم خلال شهر من تاريخ تقديمه بمثابة رفض له"[(1)].

المطلب الثالث

الخصوصية الإجرائية في الاختصاص والإعلان في المحاكمة عن الإخلال بالإفصاح

أوجد المشرع الأردني والمشرع الكويتي خصوصية إجرائية في القضايا المتعلقة بسوق المال وهذه الخصوصية تنطبق بالطبع على حالات الاخلال بالإفصاح والشفافية باعتبارها انتهاكاً لقوانين سوق المال.

فقد أنشأ المشرع الكويتي بموجب القانون رقم 7 لسنة2010 نيابة خاصة تسمى **نيابة سوق المال** "تختص دون غيرها بالتحقيق والتصرف والادعاء في الجرائم التي تختص بنظرها محكمة سوق المال والطعن في الأحكام الصادرة فيها"[(2)].

كما أنشأ المشرع الكويتي في ذات القانون بالمحكمة الكلية محكمة تسمى "**محكمة أسواق المال**" "يصدر بتحديد مقرها قرار من وزير العدل بموافقة المجلس الأعلى للقضاء, وتتألف هذه المحكمة مما يلي:

1- دوائر جزائية تختص دون غيرها بالفصل في الدعاوي الجزائية المتعلقة بالجرائم المنصوص عليها في هذا القانون, وتشكل دائرة الجنايات من ثلاثة قضاة أحدهم بدرجة مستشار على الأقل كما تشكل دائرة الجنح من قاضي من الدرجة الأولى على الأقل, وتتبع في تحريك الدعوى الجزائية ورفعها أمام تلك الدوائر القواعد والإجراءات المقررة في قانون الإجراءات والمحاكمات الجزائية وذلك فيما لم يرد به نص خاص في هذا القانون .
2- دوائر غير جزائية تختص دون غيرها بالفصل في الدعاوي غير الجزائية المتعلقة بالمنازعات التجارية والمدنية والإدارية الناشئة عن تطبيق أحكام هذا القانون والأنظمة واللوائح الخاصة بسوق الأوراق المالية, ومنازعات التنفيذ الموضوعية المتعلقة بالأحكام الصادرة منها وذلك أياً كانت قيمة هذه المنازعات, وتشكل هذه الدوائر من ثلاثة قضاة يكون أحدهم بدرجة مستشار على الأقل.
3- قاض أو أكثر تندبه المحكمة الكلية للحكم بصفة وقتية, ومع عدم المساس بأصل الحق, في المسائل التي يخشى عليها من فوات الوقت والتي تختص بها هذه المحكمة, وكذلك إشكالات التنفيذ الوقتية وإصدار الأوامر على العرائض والأوامر الوقتية وأوامر الأداء المتعلقة بها .

---

(1) المادة 147 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(2) المادة 114من القانون 7 لسنة 2010الكويتي.

ويسري قانون المرافعات المدنية والتجارية والقوانين المكملة له على الدعاوي غير الجزائية التي ترفع وفق أحكام هذا القانون وذلك فيما لم يرد به نص خاص فيه" [1].

<u>وجوب إحالة القضايا المتداولة للمحاكم المتخصصة في الكويت بعد سريان القانون 7 لسنة 2010:</u>

أوجب المشرع الكويتي "على الدوائر غير الجزائية بالمحكمة الكلية أن تحيل من تلقاء نفسها الدعاوي المنظورة أمامها والتي أصبحت من اختصاص محكمة سوق المال بمقتضى أحكام هذا القانون إلى هذه الأخيرة وذلك بالحالة التي تكون عليها, وفي حالة غياب أحد الخصوم تعلن إدارة الكتاب الإحالة إليه مع تكليفه بالحضور في المواعيد المحددة أمام الدوائر التي أحيلت إليها الدعوى[2].

"ولا تسري أحكام الفقرة السابقة على الدعاوى المحكوم في شق من موضوعها والدعاوي التي صدر فيها حكم فرعي منه لجزء من الخصومة والدعاوى التي صدر فيها قرار بتأجيلها للنطق بالحكم ولو مع التصريح بتقديم مذكرات، وتستمر المحاكم الجزائية في نظر القضايا المنظورة أمامها في تاريخ العمل بهذا القانون عن الجرائم التي أصبحت من اختصاص محكمة سوق المال [3].

<u>إنشاء محكمة استئناف متخصصة لقضايا القانون 7 لسنة 2010 في الكويت:</u>

"تُرتب بمحكمة الاستئناف دائرة جزائية ودائرة غير جزائية أو أكثر متخصصة للنظر فيما يستأنف من الأحكام الصادرة من محكمة سوق المال ويكون حكمها باتاً لا يجوز الطعن عليه بأي طريق من طرق الطعن ، وتستمر الدوائر الاستئنافية بمحكمة الاستئناف وبالمحكمة الكلية في نظر الطعون الاستئنافية المرفوعة إليها عن الأحكام الصادرة في القضايا التي أصبحت من اختصاص محكمة سوق المال أو تلك التي ترفع إليها بعد نفاذ هذا القانون حتى يصدر حكم بات في موضوعها" [4].

"ويتولى رئيس المحكمة المختصة عند الطعن على الأحكام بالمعارضة أو الاستئناف, تحديد جلسة لنظر الطعن تدون في عريضته وقت تقديمها, ويعتبر ذلك بمثابة إعلان للطاعن بها ولو رفع الطعن ممن يمثله قانوناً, وتقوم إدارة الكتاب بإعلان العريضة لباقي الخصوم بطريق الفاكس بواسطة هيئة السوق" [5].

---

(1) المادة 108 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(2) المادة 116 /1 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(3) المادة 116 /2 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(4) المادة 112 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(5) المادة 113من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

<u>أعطى المشرع الأردني والكويتي خصوصية لقضايا الأوراق المالية في خمسة أمور:</u>

أ- الاستعجال في التداول أمام المحاكم والتنفيذ : حيث "تعطى قضايا الأوراق المالية الحقوقية والجزائية صفة الاستعجال لدى المحاكم المختصة بما في ذلك تنفيذ الأحكام الصادرة عنها"[1].

ب- جواز الإعلان والتبليغ بأكثر من وسيلة : حيث "يتم التبليغ في قضايا الأوراق المالية في القانون الأردني 76 لسنة 2002 وفقا لأحكام قانون أصول المحاكمات المدنية، إلا انه يجوز تبليغ أي شخص يقع مكان إقامته أو عمله خارج المملكة إما على عنوانه المختار داخل المملكة إن وجد أو عن طريق الإعلان في صحيفة يومية محلية واحدة على الأقل وإرسال نسخة من إشعار التبليغ أو الإعلان بالبريد المسجل أو السريع أو الممتاز إلى العنوان المعروف لدى الهيئة خارج المملكة، ويعتبر تاريخ التبليغ في هذه الحالة هو تاريخ اليوم السابع من تاريخ إيداع إشعار التبليغ في البريد"[2].

وفي القانون الكويتي "تبلغ الأوراق القضائية وأوامر الحضور الصادرة من المحقق أو من المحكمة للمتهم بواسطة مندوبي هيئة سوق المال المختصين وذلك طبقا للقواعد المقررة في الفصل الثاني من الباب الأول من قانون الإجراءات والمحاكمات الجزائية, كما يجوز إعلانه في محل عمله بتسليم الصورة فيه لمن يقرر أنه من القائمين على إدارة هذا المحل أو من العاملين لديه" [3].
"ويجوز تبليغ تلك الأوراق وأوامر الحضور لغير المتهم عن طريق الفاكس أو البريد الإلكتروني وتنظم اللائحة التنفيذية كيفية الإعلان بهذه الطريقة" [4].

"واستثناء من القواعد المتعلقة بإعلان الأوراق القضائية المنصوص عليها في قانون المرافعات المدنية والتجارية, يجوز إعلان الأوراق القضائية المتعلقة بالمنازعات المدنية والتجارية والإدارية المنصوص عليها في هذا القانون بطريق الفاكس أو البريد الإلكتروني" [5].

"ويصدر وزير العدل – بالتنسيق مع وزارة المواصلات والهيئة العامة لأسواق المال – قراراً بالشروط والضوابط الخاصة بتنظيم إجراءات الإعلان ونوعية الأجهزة والبرامج المستخدمة في إجراء هذا الإعلان ونماذج وشكل أوراق التكليف بالحضور والإخطارات والرد عليها وطريقة سداد الرسوم القضائية المقررة في شأنها. ويترتب البطلان على مخالفة أحكام هذه المادة" [6].

---

(1) المادة 113/أ من القانون 76 لسنة 2002 الأردني.
(2) المادة 113/ب من القانون 76 لسنة 2002الأردني.
(3) المادة 109 /1 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(4) المادة 109 /2 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.
(5) المادة 110 /1 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي
(6) المادة 110 /2 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

ج- جواز الإثبات بجميع الوسائل بما فيها الالكترونية: حيث "يجوز الإثبات في قضايا الأوراق المالية بجميع طرق الإثبات بما في ذلك البيانات الالكترونية الصادرة عن الحاسوب وتسجيلات الهاتف ومراسلات أجهزة الفاكسميلي وذلك على الرغم مما ورد في أي تشريع آخر" (1).

د- اعتبار الدعوى كأن لم تكن وجوبياً في حالة عدم التكليف بالحضور خلال ثلاثين يوماً:

استثناء من نص المواد 49 ،59 ،91 من قانون المرافعات المدنية والتجارية الكويتي يراعى ما يلي:

1 - يجب الحكم – بناء على طلب المدعى عليه – "باعتبار الدعوى كأن لم تكن إذا لم يتم تكليف المدعى عليه بالحضور خلال ثلاثين يوماً من تاريخ تقديم الصحيفة إدارة الكتاب وكان ذلك راجعاً إلى فعل المدعي" (2).

2- "إذا لم يحضر المدعي و لا المدعى عليه في أول جلسة أو في أي جلسة أخرى حكمت المحكمة في الدعوى وإلا قررت شطبها وذلك بعد التحقق من صحة الإعلان, وتقرر المحكمة الشطب إذا حضر الطرفان واتفقا على الشطب, وفي حالة تخلف المدعي أو المستأنف للمرة الثانية وجب على المحكمة بدلاً من شطب الدعوى اعتبارها كأن لم تكن ، وإذا حضر الخصم الغائب قبل إنهاء الجلسة وجب اعتبار الشطب كأن لم يكن ، وتحكم المحكمة باعتبار الدعوى كأن لم تكن إذا لم يحضر الطرفان بعد السير فيها أو إذا لم يعلن أحد الخصوم الآخر بالسير في الدعوى خلال ثلاثين يوماً من شطبها وتدخل في حساب هذا الميعاد مدة الشطب إذا تكرر ولو لم يكن متصلاً ، ولا يعتبر الميعاد مرعياً إلا بوصول الإعلان إلى الخصم قبل انقضائه" (3) .

3- يجوز وقف الدعوى بناء على اتفاق من الخصوم على عدم السير فيها مدة لا تزيد على شهرين من تاريخ إقرار المحكمة لاتفاقهم, ولا يكون لهذا الوقف, أثر في أي ميعاد حتمي يكون القانون قد حدده لإجرائه وإذا لم يعلن أحد الخصوم السير في الدعوى خلال الخمسة عشر يوماً التالية لانتهاء الأجل – أيا كان مدة الوقف – أعتبر المدعي تاركاً دعواه والمستأنف تاركاً استئنافه (4).

4- إلزام هيئة سوق المال والبورصة بتنفيذ أوامر سلطات التحقيق والمحكمة ومعاونيها من الخبراء والموظفين: "على كل من هيئة السوق وإدارة البورصة تنفيذ أوامر سلطات التحقيق والمحكمة ومعاونتهما في البحث عن الأدلة المتعلقة بالجرائم الناشئة عن تطبيق أحكام هذا القانون" (5).

---

(1) المادة 113/ج من القانون 76 لسنة 2002الأردني.

(2) المادة 111 /1 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(3) المادة 111 /2 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي

(4) المادة 3/111 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(5) المادة 115 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

خصوصية القانون الكويتي 7 لسنة 2010 في بعض النقاط:

الصلح في مخالفات القانون 7 لسنة 2010:

"للهيئة, في أي مرحلة من مراحل الدعوى الجزائية وإلى أن يصدر فيها حكم بات, عرض الصلح أو القبول بـــه مع أي شخص ارتكب إحدى الجرائم المنصوص عليها في هذا القانون وذلك مقابل أداء مبلغ لا يقل عن الحد الأدنى للغرامة المقررة ولا يزيد عن حدها الأقصى، ويشترط للصلح في الجرائم المنصوص عليها في المواد 122 ،124 ،126 ،127 إضافة إلى دفع المقابل المشار إليه رد قيمة أي منفعة محققة أو خسائر تم تجنبها, وألا يكون المتهم عائداً وتحدد الهيئة المهلة التي يجب خلالها على المتهم استيفاء شروط الصلح طبقاً للقواعد المتقدمة, وفي حال إتمام الصلح تنقضي الدعوى الجزائية" [1].

إجراءات تحفظية لمصلحة التحقيق:

يجوز للنائب العام بقرار منه أو بناء على طلب من الهيئة أو جهة العمل، إذا تطلبت مصلحة التحقيق أن يوقف عن العمل أو الوظيفة أو مزاولة المهنة بصفة مؤقتة كل من باشرت النيابة التحقيق معه في جريمة من الجرائم المنصوص عليها في هذا القانون ، ويوقف عن العمل بقوة القانون كل من تمت إحالته إلى المحكمة الجزائية, على أنه يجوز للمحكمة أن تأمر أثناء إجراءات المحاكمة بخلاف ذلك، بناء على طلب صاحب المصلحة أو من تلقاء نفسها [2].

"وللنائب العام إذا تجمعت لديه دلائل كافية بالنسبة لشخص أو مجموعة من الأشخاص على أنه ارتكب فعلا من الأفعال المجرمة طبقاً لهذا القانون, أو بناء على طلب من الهيئة أو من تفوضه, أن يأمر بمنعه من السفر والتصرف في أمواله وإدارتها وكذلك اتخاذ كافة الإجراءات التحفظية في هذا الشأن وذلك بالنسبة للأموال التي تحت يد المتهم أو يد غيره كلها أو بعضها دون أن يخل ذلك بحق الهيئة أو من تكون له مصلحة ,في اتخاذ كافة الإجراءات القضائية التحفظية" [3] ، "ويجوز للنائب العام اتخاذ ذات الإجراءات بالنسبة لأموال أولاد المتهم القصر أو زوجه ويجوز التظلم من هذا القرار أمام المحكمة المختصة خلال عشرين يوماً من تاريخ إصداره" [4].

وعلى النائب العام اتخاذ قرار بشأن طلب الهيئة المنصوص عليه في المادة السابقة خلال أربع وعشرين ساعة من وقت تقديمه ، وفي حال رفض الطلب يجب أن يكون الرفض مسببا

---

(1) المادة 131 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(2) المادة 132 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(3) المادة 133 /1 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(4) المادة 133 /2 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

ويجوز للهيئة التظلم خلال خمسة عشر يوماً من قرار النائب العام أمام المحكمة المختصة ، وعلى المحكمة أن تفصل في هذا التظلم على وجه السرعة [(1)].

ولا يجوز أن تتعدى قيمة الأموال المتحفظ عليها قيمة أقصى عقوبة مالية يمكن توقيعها على المتهم, وللنائب العام أو المحكمة الاستعانة بالهيئة في تقدير قيمة المنفعة التي حصل عليها المتهم[(2)].

ويجوز للنائب العام أو المحكمة "بناء على طلب من الهيئة أو من كل ذي مصلحة رفع الإجراءات التحفظية إذا ما قدم المتهم الضمانات الكافية التي تقبل بها الهيئة أو المحكمة" [(3)].

وفي حالة منع المتهم من إدارة أمواله, "على النائب العام أن يعين مديراً لإدارة الأموال التي تم المنع من إدارتها على ترشيح من الهيئة والتي تحدد ببيان منها واجبات وصلاحيات وضوابط عمل هذا المدير" [(4)].

التحكيم في القانون الكويتي 7 لسنة 2010

"أجاز المشرع الكويتي تسوية المنازعات الناشئة عن الالتزامات المقررة في هذا القانون أو أي قانون آخر إذا تعلقت بمعاملات سوق المال عن طريق نظام التحكيم, وذلك وفقاً للنظام الخاص بالتحكيم الذي تضعه الهيئة" [(5)].

واستثناء من أحكام المادة 164 تسري بشأن تسوية المنازعات الناشئة على "تطبيق هذا القانون بطريق التحكيم الأحكام الواردة بالقرار رقم 2 لسنة 1984 بإنشاء لجنة التحكيم والقواعد والإجراءات المتبعة أمامها إلى حين إصدار الهيئة نظاماً للتحكيم" [(6)].

---

(1) المادة 134 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(2) المادة 135 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(3) المادة 136 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(4)المادة 137 من القانون 7 لسنة 2010الكويتي.

(5) المادة 148 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

(6) المادة 153 من القانون 7 لسنة 2010 الكويتي.

النتائج والتوصيات

النتائج:

خلصنا من هذا البحث إلى مجموعة من النتائج تتلخص في:

1- أن الإفصاح كما عرفناه هو الإشهار إلى جميع الجهات الرسمية وغير الرسمية بما فيها الجمهور الذي يتعامل مع الأنظمة أو الشركة ومنتجاتها او خدماتها .

2- كلما كان الإفصاح دقيقا وواقعيا ويعطي الصورة الصحيحة عن الشركة ، كلما وثق الجمهور بأسهم هذه الشركة وازداد تعامله مع خدماتها وأسهمها في سوق الأوراق المالية اذا كانت شركة مساهمة وتتداول أسهمها من خلال الأسواق المالية ، وهنا فان الجمهور المتابع لموضوع أسهم الشركات يراقب ويتطلع إلى المركز المالي للشركة في نهاية السنة المالية والذي يجب أن يبرز بشكل واقعي ودون إخفاء أو تضخيم معلومات قد لا تستحق الصورة التي يظهر بها واقع المنظمة او الشركة.

3- الشفافية والافصاح لهما دور هام في إبراز النشاط الفعلي والنتيجة المالية خاصة إذا كان ربحا، لان للدولة حقاً في ذلك متمثلا بضريبة الدخل الذي يعد في بلدان كثيرة الرقم الأول في موازنة الدولة العامة . وعليه يجب ان تكون حسابات الشركة المدققة او غير المدققة يجب أن تتضمن جميع المعلومات الجوهرية المتعلقة بوضع الشركة المالي وأدائها خلال الفترة وان تذكر التغييرات التي طرأت على موقف الشركة المالي خلال الفترة المحاسبية.

4- أهمية دور العامل الأخلاقي والسلوكي في ابراز المعلومات المالية الحقيقية في حسابات الشركة وعدم محاولة إخفاء بعض المعلومات او تضخيم احد فقرات المصاريف للتأثير على النتيجة الحقيقة لأرباح الشركة ومن ثم ستؤثر على حصة الدولة المتمثلة بضريبة الدخل مما يضطر بعض الأجهزة الضريبية الى عدم الاعتراف بالحسابات المقدمة أو النتائج الظاهرة في الحسابات الختامية وتعتمد التقدير الضريبي على ضوء المعلومات المتوفرة لديها عن هذه الشركة كمقتبسات التجهيز أو منافسات الاستيراد او التصدير ....الخ من الوسائل المعتمدة .

5- الإفصاح والشفافية في البيانات المالية يتم إما بصورة دورية (فترات مالية محددة) أو بصورة فورية عند حدوث المعلومة وذلك حتى تتوافر المعلومات بنفس الوقت للجميع وعدم إمكانية استفادة أحد الأشخاص قبل غيره من المعلومة.

6- الإفصاح الدوري يكون عن طريق البيانات المالية السنوية والبيانات المالية المرحلية (ربع سنوي ونصف سنوي), والإصدارات والاكتتابات وتتمثل بالإفصاح عن الأمور الجوهرية

والأحداث الهامة, والإفصاح الدوري عن طريق البيانات المالية السنوية وفقاً للمعايير المحاسبية الدولية وجميعها تخضع بصورة رئيسية لقوانين وإرشادات أسواق المال.

7- هناك أطراف معنية بالافصاح والشفافية خاصة إذا كان لها قدرة السيطرة على طرف آخر أو ممارسة تأثير هام على الطرف الآخر عند اتخاذ القرارات المالية والتشغيلية. كأصحاب المراكز الإدارية الرئيسية وأي من الأشخاص الذين أنيطت بهم صلاحية ومسؤولية تخطيط أعمال الشركة والجهات التي تعد التقارير المالية وتوجيهها وضبطها. والشركات التي يستحوذ فيها أي شخص من الأشخاص على نسبة عالية من التصويت أو التي يكون فيها ذلك الشخص قادراً على ممارسة نفوذ مهم على الشركة وقراراتها.

8- الإفصاح ملزم في حالة وجود معاملات قد عقدت بين الأطراف ذات العلاقة المعنيين بالافصاح ويجب على الجهة التي تعد التقارير المالية أن تفصح عن طبيعة هذه العلاقات وكذلك عن أنواع المعاملات والعناصر اللازمة لفهم البيانات المالية. ويجوز الإفصاح عن المعاملات ذات الطبيعة المتماثلة دفعة واحدة باستثناء الحالات التي يكون فيها الإفصاح المستقل ضرورياً لفهم ما يترتب على المعاملات بين الأطراف ذات العلاقة من أثار في البيانات المالية للجهة التي تعد التقارير المالية لذا تكون الجهات المعنية بالإفصاح هي إدارة الشركة، هيئة أسواق المال وإدارة سوق المال، ووسائل الإعلام, والمتعاملين بالأوراق المالية.

9- مراحل الإفصاح هي ما قبل الاكتتاب، مرحلة التخصيص، الإدراج، البدء بالعمل، خلال السنة المالية، موعد الجمعية العمومية.

10- تبرز نتيجة الالتزام بالافصاح في خلق جو من الشفافية لحماية الاستثمارات وتنميتها، وجذب المزيد من الاستثمارات، وحماية العاملين وخلق المزيد من الوظائف، وحماية حقوق المساهمين والمقرضين، وتسهيل عملية الإطلاع والمتابعة لصاحب العلاقة بالشركة، وكل ذلك يجنب الاقتصاد الوطني مخاطر الهزات المالية المفاجئة، ويخلق روح الثقافة المالية والاستثمارية لدى المرتبطين بالشركات.

11- صور الإفصاح لدى الشركات المساهمة تكون في تقرير مراقبي الحسابات وتقرير مجلس الإدارة والقوائم المالية والإيضاحات, والجهات المشرفة وفق النظام الأساسي وعقد التأسيس وقانون الشركات وقوانين المصرف المركزي وقوانين سوق الأوراق المالية.

12- التزام الجهات المصدرة وشركات الوساطة بالإفصاح عن العمليات المشبوهة بغسيل الأموال أو تمويل الإرهاب لإدارة البورصة وهيئة سوق المال.

13- يوجد رقابة داخلية من داخل كيان الشركات لضمان تطبيق مبدأ الإفصاح والشفافية من خلال الرقابة المباشرة لجمعية المساهمين ولجان التدقيق ومراقب الحسابات. ويوجد رقابة خارجية من خلال الوزارة المختصة بالشركات التجارية ورقابة الهيئات العامة للأوراق المالية والبورصة

14- تظهر صور الاخلال بالإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية من خلال الممارسات السلبية المخلة للمعنيين بالافصاح مثل كتمان كل أو بعض المعلومات الواجب الإفصاح عنها او التأخير في الإفصاح عنها أو عدم الإفصاح عن جرائم غسل الأموال وتمويل الإرهاب أو عدم تمكين الغير من الاطلاع وعدم الإدراج المتعمد في البورصة

15- وتظهر صور الاخلال بالإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية كذلك من خلال الممارسات الإيجابية المخلة بالإفصاح والشفافية في تداولات سوق الأوراق المالية مثل الإفصاح الكاذب أو المضلل أو نشر وترويج الشائعات أو استغلال المعلومات الداخلية قبل إعلانها أو من خلال المضاربات غير المشروعة أو التلاعب بأسعار الأسهم.

16- تترتب المسئولية الجزائية على مخالفة الالتزام بالإفصاح والشفافية بعقوبات جزائية في التشريع الأردني والكويتي تتراوح بين عقوبة الحبس و/أو الغرامة.

17- تترتب المسئولية المدنية والإدارية عن الإخلال بالإفصاح والشفافية, وقد أنشأ التشريع الكويتي خصوصية إجرائية في الاختصاص والإعلان في المحاكمة عن الإخلال بالإفصاح.

التوصيات:

1- إيضاح مفهوم الإفصاح والشفافية كالتزام على المعنيين به والتذكير بأنه مطلب شرعي كما هو مطلب قانوني, وإيضاح إجراءات الإفصاح ونطاقه وإجراءاته القانونية وتفعيل عقوبة عدم الإفصاح من قبل الجهات الرقابية.

2- إيضاح الافصاح كحق بالنسبة للمتعاملين فلضمان تحقيق الإفصاح والشفافية في البيانات والمعلومات الصادرة عن الشركات المساهمة في سوق الأوراق المالية، لابد من القيام بإعلام المتعاملين في الأوراق المالية من قبل الشركة ومن قبل السوق ومن قبل الجهات الإشرافية الأخرى ووسائل الإعلام وإعادة دراسة التشريعات والقوانين المتعلقة بالإفصاح والشفافية وتسريب المعلومات مما يؤدي إلى تحقيق هذا الهدف.

3- تفعيل آليات الإفصاح والشفافية بزيادة الوعي الاستثماري وزيادة الكوادر والإدارات العاملة في البورصة وهيئة أسواق المال ورفع وكفاءتها وتثقيف المستثمر والمجتمع والربط بين رؤية وأهداف السوق وواقع العمل والقدرة الانتاجية وتحديد الاستثمارات التي تحقق النهوض الاقتصادي الأمر الذي يمكن المستثمر من تمييز الشركات التشغيلية عن الشركات الورقية.

4- الالتزام بالإفصاح المالي بكافة جوانبه وهي:

- الإفصاح عن القروض والمنح التي حصلت عليها المؤسسة والجهات المقرضة والمانحة مع تفاصيل القروض الممنوحة ومجالات استخدامها وشروط الاقراض واسعار الفائدة ان وجدت وطرق التسديد لأصل القروض والفوائد .
- الإفصاح عن المجالات الاستثمارية التي ستقوم بها المؤسسة في توظيف مواردها الذاتية والخارجية .
- الإفصاح عن الأوضاع المالية والحسابات الختامية في نهاية السنة المالية .
- الإفصاح عن بعض الأمور الجوهرية في الحسابات الختامية مثل الإفصاح عن فقرات رواتب ومكافئات أعضاء مجلس الإدارة والمدير المفوض وأعلى رواتب تتقاضاها عدد من موظفي الشركة حسب المتطلبات القانونية .
- الإفصاح عن الأرباح والخسائر التي حققتها المؤسسة وأسباب الخسائر في حالة تحقيق خسائر في نهاية السنة المالية .
-الإفصاح عن ابرز المخاطر التي تعرضت أو تتعرض لها المؤسسة واقتراح سبل معالجتها.
- الإفصاح عن تقييم الموجودات والمطلوبات اذا كانت مسجلة بالعملات الأجنبية وفيما إذا تم تحقيق ارباح او خسائر ومقدارها كنتيجة للتقييم .
- الإفصاح عن الأساليب والسياسات المحاسبية المتبعة مثل طرق تقييم المخزون في نهاية السنة وطرق احتساب الاندثارات والاطفاءات ومدى الاستمرارية في اعتماد نفس السياسات وتأثير تغييرها على المركز المالي للمؤسسة في نهاية السنة المالية .

5- الالتزام بالإفصاح وبصورة فورية في حالة حدوث تغيرات هامة على أصول والتزامات الشركة وهيكلة رأس المال وملكية الشركة ومنتجاتها وفي حال دخلت الشركة في عقود هامة ومدى تأثير ذلك على ربحيتها, والعمليات الهامة غير المتكررة والتي لها تأثير على ربحية الشركة وفي حال نشوب حريق أو كارثة حلت بها وتأثير ذلك على مركزها المالي, والقرارات الهامة التي يتبناها مجلس الإدارة والتي لها تأثير على سعر السهم ومثال ذلك عند

إجراء مناقشات أو مفاوضات لعقود أو عمليات الشراء والدمج, أو عند إقرار توزيع أربـــاح, أو إقرار تصفية شركة تابعة أو فرع هام, أو قرارات الجمعية العامة الهامة, أو عند إجـــراء تغيير في هيكلة مجلس الإدارة, أو أي معلومات جوهرية تؤثر على سعر السهم.

6- الإفصاح وبصورة دورية عن تقرير مجلس الإدارة السنوي والذي يجب أن يتـضمن بيانـاً بجميع المبالغ التي حصل عليها رئيس مجلس إدارة الشركة، وكل عضو من أعـضاء هـذا المجلس في السنة المالية، من أجور وأتعاب ومرتبات ومقابل حضور جلسات مجلس الإدارة وبدل عن المصاريف، وكذلك ما قبض كل منهم بوصفه موظفاً فنياً أو إدارياً أو في مقابل أي عمل فني أو إداري أو استشاري أداه للشركة، والمزايا العينية التي يتمتع بها رئـيس مجلـس الإدارة، وكل عضو من أعضاء مجلس الإدارة في السنة المالية والمكافآت التي يقترح مجلس الإدارة توزيعها على أعضاء مجلس الإدارة والمبالغ المخصصة لكل عـضو مـن أعـضاء مجلس الإدارة الحاليين والسابقين كمعاش أو احتيـاطي أو تعـويض عـن انتهـاء الخدمـة والعمليات التي يكون فيها لأحد أعضاء مجلس الإدارة أو المديرين مـصلحة تتعـارض مـع مصلحة الشركة والمبالغ التي أنفقت فعلاً في سبيل الدعاية بأي صورة كانت مع التفـصيلات الخاصة بكل مبلغ والتبرعات مع بيان الجهة المتبرع لها ومـسوغات التبـرع وتفـصيلاته. وبالنسبة للبنوك وغيرها من شركات الائتمان، يجب أن يرفق بهذا الكشف تقرير من مراقـب الحسابات يقرر فيه أن القروض النقدية أو الاعتمادات أو الضمانات التي تكون قد قـدمتها أي منها لرئيس أو أعضاء مجلس إدارتها خلال السنة المالية،.ويجب أن يوقع الكشف التفـصيلي المشار إليه رئيس مجلس الإدارة وأحد الأعضاء. ويكون رئـيس وأعـضاء مجلـس الإدارة مسئولين عن صحة البيانات الواردة في جميع الأوراق المصدرة.

7- تجميع القوانين الخاصة بالشركات والأسهم وتداولها في تقنينات شاملة وتحديد المـسؤوليات وتيسير الاجراءات, واقتصار الجهات الرقابية في جهة أو جهتين.

8- اجراء تعديل تشريعي بالأردن والكويت يمنع ما يقوم به متلاعب أو أكثر بطرح صندوق استثماري للاكتتاب العام أو السيطرة على صندوق استثماري قائم بتملك جزء منه ثم يقوم هذا المتلاعب أو المتلاعبين بشراء وتجميع كميات ضخمة من أسهم شركات خاسرة أو ورقية عادة ما تكون شركات صغيرة ويملك هؤلاء المتلاعبون فيها كميات كبيرة ثم ينطلقون بهذه الأسهم لقمم سعرية عالية جداً لم تصلها من قبل ولا تمثل القيمة العادلة أو الحقيقية لسعر الورقة المالية ولا يمكن أن يشتريها أي مستثمر حصيف بهذه الأسعار ، ثم يقوم هؤلاء المتلاعبين بتوجيه الصندوق أو الصناديق الاستثمارية التي يسيطرون عليها للشراء

في هذه الأسهم ، وبالتالي يتم تصريف كمياتهم من هذه الأسهم ببطئ عليها مما يلحق خسائر فادحة بها قد تصل إلى تصفيتها وتتبخر أموال المستثمرين فيها ، مما يؤدي إلى نزع الثقة من الصناديق الاستثمارية التي تعتبر أحد أهم الأدوات المالية الاستثمارية الجاذبة في سوق الأوراق المالية, "وذلك عن طريق تحديد نسب للشراء والملكية في الشركات المدرجة لا تتعدى 5% ولا يجوز للصندوق تجاوزها كما يجب تعيين ممثلين من إدارة سوق المال أو هيئة سوق المال في عضوية هذه الصناديق".

9- اجراء تعديل تشريعي بالأردن والكويت يلزم الشركات المصدرة بالافصاح عن التغير الذي طرأ على نسب الملكية عند شراء بعض أسهمها المتداولة بالبورصة بعد أخذ الاذن من الجهة المختصة للسيطرة على سعر السهم عند الضرورة لأن هذا الشراء يؤدي إلى ارتفاع نسبة امتلاك البعض لأسهم هذه الشركة عن النصاب المقرر للإفصاح دون علمهم ودون أن تقوم الشركة بالافصاح تجاه بقية المساهمين وتجاه الهيئة أو سوق المال.

10- ضرورة استيعاب القوانين والإجراءات الخاصة بالإفصاح لكل الممارسات وكافة الكيانات التجارية ومنها الشركات غير المدرجة بالبورصة وصناديق الاستثمار التي تمارس أساليب التلاعب في أسعار الأسهم من خلال شراء أسهم ونشر معلومات كاذبة عن توقعات الربح فيها, مستغلة النقص التشريعي الذي يفرض عليها الشفافية مع المستثمرين في تلك الصناديق.

وآخر دعوانا أن الحمد لله رب العالمين.

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المصادر:

- الرازي محمد بن أبي بكر بن عبدالقادر **مختار الصحاح** الطبعة الثالثة دائرة المعاجم ، مكتبة لبنان.
- مجمع اللغة العربية، **المعجم الوسيط** ، الجزء الاول، الطبعة الثالثة دائرة المعاجم ، مكتبة لبنان.
- ابن منظور ، **لسان العرب** ، المجلد الثالث دائرة المعاجم ، مكتبة لبنان.

ثانياً: المؤلفات الفقهية:

رضوان ، أبو زيد ، سنة 2000 ، الشركات **التجارية في القانون المصري المقارن** ،الطبعة الأولى ، القاهرة، دار الفكر العربي.

الملحم أحمد عبدالرحمن ، **حظر استغلال المعلومات غير المعلنة الخاصة بالشركات في التعامل بالأوراق المالية (دراسة بمقارنة)** 1998 ، جامعة الكويت, لجنة التأليف والتعريب والنشر ، الطبعة الأولى ، الكويت، مجلس النشر العلمي.

لطفي، أحمد محمد, 2006 ، **معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية**, الطبعة الأولى، الاسكندرية، دار الفكر الجامعي.

الطراد ، إسماعيل ، عياد ، جمعة ، 1999 ، **التشريعات المالية والمصرفية في الأردن** ، الطبعة الأولى ، الأردن ، دار وائل للنشر.

ياملكى، أكرم ، 2006 ، **القانون التجاري (الشركات)** ، الطبعة الأولى ، الأردن، دار الثقافة للنشر والتوزيع.

بدوي، بلال عبد المطلب ، 2006م، **الالتزام بالإفصاح عن المعلومات في سوق الأوراق المالية دراسة مقارنة في القانونين المصري والإماراتي**،الطبعة الأولى، القاهرة، دار النهضة العربية.

العبد ، جلال / الحناوى ، محمد، 2005 ، **بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق** ، الطبعة الأولى ، الاسكندرية، الدار الجامعية.

العثمان، جمال عبدا لعزيز ، 2010 ، **الإفصاح والشفافية في المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية المتداولة في البورصة** ، الطبعة الأولى، القاهرة، دار النهضة العربية.

فتحي، حسين ، 1996 ، **تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة** ، الطبعة الأولى ، القاهرة، دار النهضة العربية.

القليوبى ، سميحة ، 1988 م، **الشركات التجارية** ، الطبعة الثانية، القاهرة، دار النهضة العربية.

رضوان، سمير عبد الحميد، 1996 م ، **أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية** ، الطبعة الأولى ، القاهرة، المعهد العالي للفكر الإسلامي.

محمد، سيد طه بدوى, 2001، **عمليات بورصة الأوراق المالية الفورية والآجلة من الوجهة القانونية**, الطبعة الأولى، القاهرة، دار النهضة العربية.

البربري، صالح ، 2001 ، **الممارسات غير المشروعة في بورصة الأوراق المالية** ، الطبعة الأولى، القاهرة، مركز المساندة القانونية.

الحمراني، صالح راشد، 2004, **دور شركات السمسرة في بورصة الأوراق المالية**, الطبعة الأولى , دبي، مكتبة دبي للتوزيع.

نوفل، صبري حسن, مايو 1996، **الاستثمار في الأوراق المالية – مقدمة للتحليل الفني والأساسي**, العدد 100, كتاب الأهرام الاقتصادي, القاهرة، دار الأهرام للطباعة والنشر.

عبدا لسلام، صفوت ، 2006، **الشفافية والإفصاح والأثر على كفاءة سوق رأس المال مع التطبيق على سوق الكويت للأوراق المالية** ، الطبعة الأولى ، القاهرة، دار النهضة العربية.

أبو طالب ، صلاح أمين ، 1995 ، **دور شركات السمسرة في بيع الأوراق المالية ، دراسة مقارنة في القانون المصري والفرنسي** ،الطبعة الأولى ، القاهرة، دار النهضة العربية.

حماد ، طارق عبدا لعال، 2006 ، **تحليل القوائم المالية لأغراض الاستثمار ومنح الائتمان** ، الطبعة الأولى ، الاسكندرية، الدار الجامعية.

الشمري، طعمة ،1984 ، **الوسيط في دراسة قانون الشركات التجارية الكويتي وتعديلاته، الكويت**، الطبعة الثالثة.

عبد الحميد، عاشور عبد الجواد ،1995 م، **بعض جوانب النظام القانوني في أسواق رأس المال** ، الطبعة الأولى، القاهرة، دار النهضة العربية.

عبد الحميد، عاشور عبد الجواد ، 2003م ، **دور البنك في خدمة الأوراق المالية** ، الطبعة الأولى ، القاهرة، دار النهضة العربية.

العكيلى، عبد العزيز ، 2002م، **شرح قانون التجاري** ، الجزء الرابع ، الطبعة الأولى ، الشركات التجارية ، الأردن، دار الثقافة للنشر والتوزيع.

حنفي، عبد الغفار, 1995, **البورصات (أسهم – سندات – صناديق الاستثمار)**, الطبعة الأولى، القاهرة، المكتب العربي الحديث.

حنفي، عبد الغفار, / قرياقص، رسمية, 1999، **الأسواق والمؤسسات المالية, البنوك وشركات التأمين والبورصات وصناديق الاستثمار** ,الطبعة الأولى, الاسكندرية، دار الإسكندرية للكتاب.

حنفي، عبد الغفار/ قرياقص، رسمية زكى, 2005، **الاستثمار في الأوراق المالية**, الطبعة الأولى، الاسكندرية، الدار الجامعية.

العكيلي، عزيز،2005 ، **الوسيط في الشركات التجارية دراسة فقهية قضائية مقارنة في الأحكام العامة والخاصة** ، الأردن، الطبعة الأولى دار الثقافة.

العكيلى، عزيز، 2010، **الوسيط فى الشركات التجارية** ،الطبعة الأولى، الأردن، دار الثقافة.

محمود، عصام حنفي ، 2006، **التزام الشركات بالشفافية**، الطبعة الأولى، القاهرة، دار النهضة العربية.

سامي، فوزى محمد ، 2005 م، **الشركات التجارية** ،الطبعة الأولى، الأردن، دار الثقافة للنشر والتوزيع.

سامى، فوزى محمد ، 1997م ، **شرح القانون التجاري** ، الطبعة الأولى، الجزء الرابع ، الأردن، دار الثقافة للنشر والتوزيع.

الحناوي، محمد صالح ، 1997 م، **أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية** ،الطبعة الأولى، مصر، الدار الجامعية.

العرينى، محمد فريد ، 2002 م، **الشركات التجارية** ، الطبعة الأولى، الاسكندرية، دار المطبوعات الجامعية.

العرينى، محمد فريد ، 1999 م، **القانون التجاري** ، الطبعة الأولى، الاسكندرية، دار المطبوعات الجامعية.

مطر، محمد ،1993 م، **إدارة الاستثمارات** ، الطبعة الأولي، الأردن، مطابع المؤسسة الأردنية.

أبوالفتوح، محمد هشام ، 1995، **الشائعات في قانون العقوبات المصري والقوانين الأخرى** ، الطبعة الأولى، القاهرة، دار النهضة العربية.

هندي، منير إبراهيم ، 1999م ،**أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال** ،الطبعة الأولى، الاسكندرية، المكتب العربي الحديث.

هندي، منير إبراهيم, 2002، **إدارة الأسواق والمنشآت المالية** ، الطبعة الأولى, الاسكندرية، منشأة المعارف.

هندي منير إبراهيم, 2002، **الأوراق المالية وأسواق رأس المال,** الطبعة الأولى, الاسكندرية، منشأة المعارف.

عوض، نادية محمد ، 2002، **الشركات التجارية** ، الطبعة الأولى, القاهرة، دار النهضة العربية.

دويدار، هاني محمد ، 1997 م، **التنظيم القانوني للتجارة** ، الطبعة الأولى, الاسكندرية، المؤسسة الجامعية.

دويدار، هاني محمد ، 1994م، **العقود التجارية والعمليات المصرفية** ، الطبعة الأولى, الاسكندرية، دار الجامعة الجديدة للنشر.

الزحيلي، وهبة, ج2 العدد 6, 1990 ، السوق المالية, الطبعة الأولى, الكويت، **مجلة مجمع الفقه الإسلامي.**

ثالثاً: الرسائل الجامعية:

الهنيني، إيمان أحمد, 1994، **المعلومات المحاسبية المؤثرة على قرارات المستثمرين في سوق عمان المالي،** رسالة ماجستير غير منشورة , الجامعة الأردنية, عمان, الأردن.

الهبيل، جمال خالد عبدا لقادر ، 2003، **مدى ملائمة تعليمات الإفصاح الصادرة عن هيئة الأوراق المالية لقرارات المستثمر في الأردن** ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة آل البيت ، المفرق، الأردن.

سعادة، على العبد خليل, 2006، **الافصاح في التقارير المالية للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية في ظل معيار المحاسبة الدولي رقم (5)**, رسالة ماجستير، غير منشورة, جامعة آل البيت, المفرق، الأردن.

المصاروة، يوسف محمد ، 2006 م، **المركز القانوني لمالكي أسانيد القرض التي تصدرها الشركات** ، رسالة دكتوراه غير منشورة ، جامعة عمان العربية للدراسات العليا ، عمان ، الأردن.

رابعاً: البحوث والمقالات المتخصصة:

الملحم، أحمد عبدالرحمن ، 19 ديسمبر 2005، تعليق على القانون رقم 2 لسنة1999 في شأن الإعلان عن المصالح في أسهم شركات المساهمة ، بحث مقدم ضمن أعمال **مؤتمر "أوضاع سوق الكويت للأوراق المالية"** برعاية مكتب المقاطع للمحاماة والاستشارات القانونية ــ دولة الكويت .

خضر، حسان, مارس 2004، تحليل الأسواق المالية, بحث منشور ضمن **سلسلة جسر التنمية**, العدد 27, السنة الثالثة, المعهد العربي للتخطيط, الكويت.

الأسرج، حسين عبد المطلب, ديسمبر 2004، تحليل أداء البورصات العربية في خلال الفترة 1994 – 2003 مع دراسة خاصة بالبورصة المصرية, **سلسلة رسائل البنك الصناعي الكويتي** – العدد 79, الكويت,.

خامساً: المجلات القانونية:

الشمرى، طعمه ،، ديسمبر 1983، أحكام تداول الأوراق المالية في القانون الكويتي ، بحث منشور في **مجلة الحقوق** ، كلية الحقوق – جامعة الكويت ، السنة السابعة ، العدد الرابع ، الكويت .

سادساً: القوانين:

- القانون المدني الأردني لسنة 1976 م رقم 43، الأردن.
- قانون الشركات الأردني لسنة 1997 رقم 22، الأردن.
- قانون الأوراق المالية الأردني لسنة 2002 رقم 76، الأردن.
- قانون مكافحه غسل الأموال وتمويل الإرهاب لسنة 2010 رقم 46 لسنه 2007 الأردني المعدل بالقانونين 8, 31 ، الأردن.
- قانون الدين العام وإدارته الأردني لسنة 2002 م رقم 26، الأردن.
- قانون التجارة الكويتي لسنة 1980 رقم 68 ، الكويت.
- قانون الشركات الكويتي لسنة 1960 رقم 15، الكويت.
- قانون بشأن إنشاء هيئة أسواق المال وتنظيم نشاط الأوراق المالية الكويتي لـــسنة2010 رقم 7، الكويت.
- قانون غسيل الأموال الكويتي لسنة 2002 رقم 35، الكويت.

- قانون تجريم غسل الأموال الإماراتي لسنة 2002 رقم 4، الامارات العربية المتحدة.

سابعا: اللوائح التنفيذية والقرارات الوزارية:

- هيئة أسواق المال الكويتية وتنظيم نشاط الأوراق المالية الكويتي2010 ،**القرار الوزاري في شان إصدار اللائحة التنفيذية للقانون 7 بشان إنشاء هيئة أسواق المال الكويتية وتنظيم نشاط الأوراق المالية الكويتي، الكويت.**
- سوق الكويت للأوراق المالية ، 1983، **القرار الوزاري في شان إصدار اللائحة الداخلية لسوق الكويت للأوراق المالية الصادر، الكويت.**
- مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال المصري 2002، **قرار بشأن قواعد قيد واستمرار وشطب الأوراق المالية ببورصتي الأوراق المالية بالقاهرة والإسكندرية رقم 30، مصر.**

ثامناً: التعليمات والأوامر الإدارية:

- بورصة عمان ، 2004، **تعليمات إفصاح الشركات المصدرة والمعايير المحاسبية ومعايير التدقيق الأردني، الأردن.**
- بورصة عمان، 2004، **تعليمات إدراج الأوراق المالية في بورصة عمان، الأردن.**
- بورصة عمان، 2004، **نموذج هيئة الأوراق المالية المعلومات الواجب تضمينها في نشرة إصدار الأسهم ، وشروط وإجراءات الاكتتاب الأردني، الأردن.**
- بورصة عمان، 2010، **تعليمات هيئه الأوراق المالية الأردنية بشأن مكافحه غسل الأموال وتمويل الإرهاب في أنشطة الأوراق المالية، الأردن.**
- بورصة عمان، 2004، **لنظام الداخلي لبورصة عمان، الأردن.**
- بورصة عمان، 2007، **الدليل الإرشادي لهيئة الأوراق المالية الأردنية، الأردن.**
- هيئة أسواق المال الكويتي، **2012، تعليمات بشأن الافصاح عن المعلومات الجوهرية وآلية الاعلان عنها رقم (هـ .أ.م./ق.ر./إ.م./2012/2), الكويت.**

LEGAL ASPECTS OF DISCLOSURE AND TRANSPARENCY IN TRADING THE STOCK MARKET

AND THE LEGAL IMPLICATIONS

"A COMPRATIVE STUDY"

BY

Mohamed Saad Rowaished

Superviser

Dr. Basem Melhem

APSTRACT

The study addressed the issue of the aspects of disclosure and transparency in the trading of the securities market and its legal as an important subject matters both governmental authorities, as responsible for managing markets in order to achieve economic stability, and individuals who deal in the in the stock market to buy, sell or keep. But with losses that hit financial markets from time to another due to lack of familiarity with market conditions, Governments realized the need to enact laws and regulations that ensure market stability by ensuring disclosure and transparency for those involved in the financial markets, and traders alerted to the importance of familiarity with sufficient information to make an investment decision, and expanded their investment horizon, while in the past they are dealing randomly. Hence, the importance of disclosure and transparency for companies lies in her telling of the core data for investors and financial reports, so that the investor be familiar enough with listed companies in the capital markets, and knows the returns and the activity of these companies, and can make his investment decision. The principle of disclosure has become a legal obligation to ensure the delivery of financial information and data to all traders or investors at the same time, and not be limited to arrival and benefit from access to a selected group of people during the prior period. The disclosure is not leaking information to certain categories of investors prior to the arrival of information to general investors, but for all investors and with the means that ensure the arrival of the full information by specific manner. The transparency require full access information to all traders at the same time through official channels without distorting (fragmentation, mysterious show).